

Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет
Институт «Высшая школа менеджмента»

**ЯВЛЯЕТСЯ ЛИ «ЗАНЯТОСТЬ» ЧЛЕНОВ
СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ ДЕТЕРМИНАТОЙ
РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ
КОМПАНИЙ?**

Выпускная квалификационная работа
студента 4 курса бакалаврской программы,
профиль – Финансовый менеджмент

ГАРДАШОВОЙ Эльмиры Абдусаламовны

(подпись)

Научный руководитель
к. ф.- м. н., доцент
БЕРЕЗИНЕЦ Ирина Владимировна

(подпись)

Санкт-Петербург
2016

ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ВЫПОЛНЕНИИ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Я, Гардашова Эльмира Абдусаламовна, студентка 4 курса направления 080200 «Менеджмент» (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Является ли «занятость» членов совета директоров детерминантой результативности деятельности компаний?», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищённых ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

_____ (Подпись студента)

_____ (Дата)

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	4
Глава 1. Оценка финансовой результативности деятельности компаний	8
1.1. Понятие финансовой результативности компаний	8
1.2. Бухгалтерские показатели финансовой результативности	11
1.3. Рыночные показатели результативности компаний	16
Выводы по первой главе	23
Глава 2. Занятость членов совета директоров	25
2.1. Понятие занятости членов совета директоров	25
2.2. Исследование взаимосвязи занятости и финансовой результативности компаний на развитых рынках.....	31
2.3. Исследование взаимосвязи занятости и финансовой результативности компаний на развивающихся рынках	35
2.4. Формулировка гипотез исследования.....	41
Выводы по второй главе	42
Глава 3. Исследование взаимосвязи занятости членов совета директоров и финансовой результативности деятельности	43
3.1. Методология исследования.....	43
3.2. Формирование выборки и описательная статистика.....	45
3.3. Результаты эконометрического анализа	52
3.4. Анализ полученных результатов и выводы.....	60
Заключение.....	62
Список использованных источников	64
Приложения	73

ВВЕДЕНИЕ

Корпоративное управление становится детерминантой успешного функционирования как зарубежных, так и российских акционерных обществ. Вопросы корпоративного управления всё чаще рассматриваются и в многочисленных исследованиях. Авторы пытаются выяснить, какие практики корпоративного управления являются наилучшими, как правильно выстроить работу и взаимодействие совета директоров с топ-менеджментом и акционерами компании. Особенно много работ посвящается вопросам оптимальной структуры советов директоров: сколько должно быть в составе совета независимых директоров или, к примеру, каков должен быть гендерный состав совета директоров. Причем, все эти вопросы рассматриваются в их взаимосвязи с результативностью компаний: например, каким должен быть размер совета директоров, чтобы компания работала эффективно? В скольких советах директоров других компаний может или должен работать внешний директор «нашей» компании, чтобы результативность деятельности компании соответствовала желаемому или прогнозируемому уровню?

По какой причине возникает этот вопрос о наличии взаимосвязи между занятостью и результативностью? С одной стороны, директор, занимающий много внешних директорских позиций, обладает значительным опытом и широким кругом контактов и связей. Этот опыт и связи могут помочь директору выполнять собственные обязанности более эффективно и способствовать улучшению деятельности компаний, подобная концепция известна как гипотеза репутации. С другой стороны, когда директор занимает слишком много дополнительных директорских позиций, у него не остается времени на адекватное выполнение собственных обязанностей, что, в свою очередь, приводит к значительным ухудшениям в деятельности всей компании.

На данный момент в странах с лучшими практиками корпоративного управления существуют законодательные ограничения или, по крайней мере, рекомендации относительно количества дополнительных позиций, которые может занимать член совета директоров в других компаниях. Кроме того, если таких ограничений нет, возникает вопрос: а сколько позиций допустимо занимать члену совета директоров в советах директоров других компаний? Существуют исследования, результаты которых доказывали, что слишком высокая занятость и занятие большого числа дополнительных позиций негативно взаимосвязаны с результативностью деятельности компаний на развитых рынках. На развивающихся рынках,

наоборот, многие исследования обнаруживают положительную взаимосвязь между занятостью и результативностью. Подобные различия можно объяснить национальными и институциональными особенностями, различиями в подходах к ведению бизнеса в разных странах. В Российской Федерации нет конкретных ограничений на число занимаемых позиций, к тому же, масштабные эмпирические исследования взаимосвязи занятости директоров и результативности компаний не проводились.

В связи с практически полным отсутствием работ, посвященных взаимосвязи занятости и результативности, данная работа будет посвящена исследованию взаимосвязи занятости членов совета директоров и результативности деятельности российских публичных компаний. Вопрос, лежащий в основе исследования, звучит следующим образом: «Существует ли взаимосвязь между занятостью членов совета директоров и результативностью деятельности российских компаний»?

Цель данной работы состоит в том, чтобы получить ответ на сформулированный вопрос и выявить взаимосвязь между занятостью членов совета директоров и финансовой результативностью российских публичных компаний. Работа осуществлена в формате эмпирического исследования. Для достижения поставленной цели в работе формулируются и последовательно решаются следующие задачи:

- проанализировать понятие результативности компаний и подходы к ее измерению;
- провести обзор современных зарубежных и российских исследований, посвященных взаимосвязи занятости членов советов директоров и результативности компаний;
- провести эмпирическое исследование, направленное на установление взаимосвязи занятости членов советов директоров и финансовой результативности российских компаний;
- проанализировать полученные результаты эмпирического исследования, сделать выводы и на их основе дать практические рекомендации.

Объектом исследования являются российские компании, с лучшими практиками корпоративного управления и вошедшие в рейтинг, составленный Standard & Poor's, предметом исследования является взаимосвязь между занятостью членов совета директоров и результативностью компаний. Структура работы соответствует логике выполнения

поставленных задач: работа состоит из введения, трех основных глав, заключения, списка литературы и приложений.

Первая глава содержит описание подходов к определению финансовой результативности и методам ее измерения. Показатели результативности разделены на бухгалтерские и рыночные показатели, перечислены преимущества и недостатки каждой группы. Также приведены примеры работ, в которых были использованы те или иные показатели с обоснованием выбора этих показателей.

Вторая глава посвящена понятию «занятый» член совета директоров. Прежде всего описаны функции совета директоров, структура и композиция совета директоров. Выбран подход к понятию «занятый» директор, после чего осуществлен обзор исследований взаимосвязи занятости членов советов директоров и финансовой результативности компаний как на развитых, так и на развивающихся рынках. На основании представленного обзора выдвигаются гипотезы настоящего исследования.

Третья глава представляет собой практическую часть выпускной квалификационной работы. В начале третьей главы описана методология исследования: какая модель будет построена и какие переменные будут в нее включены. Затем проведено описание выборки для построения регрессионных моделей, результаты которых также проанализированы в третьей главе. После анализа полученных результатов сделаны выводы по проведенному исследованию, и на их основе даны практические рекомендации.

Выборка, на которой проведено исследование, включает в себя 116 российских открытых акционерных обществ и охватывает временной период 2002-2010 гг., в итоге получено 519 наблюдений. Выбранные компании являются российскими компаниями с лучшими практиками корпоративного управления согласно рейтингу, составленному компанией Standard & Poor's. В связи с тем, что каждый год авторы рейтинга выделяли разное количество российских компаний, выборка является несбалансированной. Данные о финансово-экономическом состоянии компаний, а также о характеристиках членов советов директоров получены из следующих источников:

- база данных DATASTREAM;
- база данных СКРИН;
- годовые отчеты компаний;
- официальные сайты компаний;

- печатные и электронные средства массовой информации.

Также для выполнения выпускной квалификационной работы использованы российские и зарубежные статьи и публикации в периодических журналах и изданиях, законодательные нормы Российской Федерации, кодексы корпоративного управления. Статистический и эконометрический анализы проведены с использованием пакета Stata.

Данное исследование может стать основой для добавления рекомендаций в Кодекс корпоративного управления ЦБ РФ об ограничениях числа занимаемых позиций, к примеру, ввести ограничение на максимум три дополнительные внешние позиции для члена совета директоров. Результаты будут полезны исследователям, заинтересованным в вопросах корпоративного управления. Также результаты могут быть использованы руководителями публичных компаний, компании смогут принимать более взвешенные и релевантные решения относительно состава советов директоров.

ГЛАВА 1. ОЦЕНКА ФИНАНСОВОЙ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ

Первая глава настоящей работы содержит описание показателей финансовой результативности.

Глава построена следующим образом: в первой части дается определение понятия финансовой результативности компаний, затем описываются бухгалтерские и рыночные показатели, характеризующие финансовую результативность деятельности компаний, их преимущества и недостатки, а также их использование в различных исследованиях.

1.1. Понятие финансовой результативности компаний

Для любой организации важны вопросы, касающиеся результативности, причем результативность может рассматриваться как компаний в целом, так и отдельных ее подразделений или других структурных единиц. По сути, измерение и анализ результативности организаций являются основой управления любой компании, вне зависимости от того, является ли она частной или государственной, большой или маленькой, из нефтегазовой отрасли или, к примеру, пищевой. В литературе можно встретить не только термин «результативность», но и термин «эффективность», которые, в принципе, являются достаточно близкими по смыслу. Вопросы измерения эффективности имеют ключевое значение как в теоретических, так и в прикладных исследованиях в области менеджмента [Thorpe, Holloway, 2008]. Не зря в [Thomson, Tait, 1867] подчеркивается, что «если вы можете измерить с помощью числа то, о чем рассуждаете, то вы определенно кое-что знаете о предмете своих рассуждений».

Тот факт, что измерение эффективности представляет собой важный аспект для любых отраслей, подтверждается тем, что в академическом мире измерение эффективности деятельности компаний является предметом исследований представителей отраслей, функционально различных [Neely, 2007]. Эффективность организации является своего рода характеристикой качества деятельности, то есть, в определенном понимании, эффективность также характеризует жизнеспособность организаций. В связи с этим, пристальное внимание к эффективности можно наблюдать не только в теоретических и эмпирических исследованиях в области экономики и менеджмента, но и руководство организаций, а также другие

заинтересованные стороны показывают высокую заинтересованность в уровне эффективности своих компаний.

Измерение эффективности следует осуществлять в соответствии с природой анализируемой деятельности при использовании подходящих концептуальных моделей, которые позволяют конкретизировать описание рассматриваемых аспектов (как правило речь идет о стратегическом, финансовом или операционном аспектах) функционирования исследуемых компаний [Verweire, Berghe, 2005]. При этом также важно принимать во внимание характеристики субъекта, который осуществляет оценку деятельности компании; к субъектам можно отнести руководство компании, акционеров, персонал, потребителей товаров и услуг, поставщиков, регулирующие органы [Kennerley, Neely, 2007].

Очевидно, что существует достаточно большое количество работ, посвященных эффективности организаций, а также различных исследований на эту тему. Подобное разнообразие неизбежно приводит к многочисленным трактовкам эффективности и методикам ее измерения, к отсутствию единственно верного определения данного понятия. Даже в справочных изданиях, энциклопедиях и словарях можно обнаружить различия и неоднозначность в сущностной интерпретации. Так, например, согласно [Лопатников, 2003], эффективность является одним из наиболее общих экономических понятий, которое не имеет единого общепризнанного определения.

Важно также упомянуть, что понятие эффективности организации можно трактовать в двух направлениях: в соответствии с англоязычными терминами это «effectiveness» и «efficiency». «Effectiveness» предполагает измерение степени достижения целей компании, которые были изначально установлены, в то время как термин «efficiency» больше относится к сопоставлению получаемых анализируемой компанией (или иной структурной единицей) результатов со значениями факторов (например, затраты ресурсов), которые позволили эти самые результаты достичь [Федотов, 2012].

Уже отмечалось, что в литературе можно столкнуться с различными подходами к измерению эффективности. К примеру, [Prakash, 1971] выделяет шесть подходов:

- 1) Подход на основе баланса компании: сравниваются показатели баланса в различные моменты времени, после чего делаются выводы об улучшении или наоборот ухудшении деятельности компании.

- 2) Налоговый подход: эффективность компании представляет собой совокупную сумму налоговых отчислений государству. Автор также приводит два других варианта данного подхода – эффективность измеряется как величина дивидендов, выплаченных государству как держателю акций или как величина процентов по кредиту, который представлен государством.
- 3) Подход на основе прибылей и убытков: эффективность есть величина прибыли или же сумма дивидендов, выплаченных акционерам.
- 4) Подход, описывающий развитие и стабильность компании: оценивается соблюдение всех законодательных норм, действия по развитию и поддержке общества и отрасли.
- 5) Эффективность как продуктивность: измерение эффективности соответствует анализу продуктивности деятельности компании, которая описывается технологическим отображением «затраты – выпуск».
- 6) Подход на основе учета издержек деятельности: анализируется использование ресурсов и затраты, что позволяет обнаружить недостатки в работе.

Говоря об измерении эффективности, нельзя обойти стороной такое понятие как «ключевые показатели эффективности» (key performance indicators). Согласно одноименной книге [Parmenter, 2007], KPI можно разделить на три группы показателей: key result indicators – показатели, определяющие достижение ранее поставленных целей, key performance indicators – показатели, которые в каком-то смысле побуждают каждого работника выполнять свою деятельности лучше, и performance indicators – показатели эффективности, которые не являются жизненно важными, однако тоже несут определенный смысл. Вторая группа показателей (key performance indicators) предполагает такие показатели, которые понятны и ясны каждому сотруднику компании. Это должны быть, скорее, нефинансовые показатели, которые находятся под контролем топ-менеджмента, часто измеряются и очевидны для каждого сотрудника.

Возвращаясь к вопросам терминологии, важно выделить, что зарубежные авторы и исследователи, как правило, не используют в названиях исследований понятий «эффективность» или «результативность». Часто можно встретить термин «firm performance» (см. напр.: [Hansen, Wernerfelt, 1989; Dechow, 1994; Sarkar, Sarkar, 2009; Li, Wang, Dong, 2013]), который несет в себе отражение результатов деятельности компаний. Подобный подход, по факту, позволяет избежать путаницы в терминах. Опять же, можно предположить, что и эффективность, и результативность предполагают очень схожие по смыслу термины, а часть

русских работ ограничивается термином «финансовая результативность» (см. напр.: [Ильина, Березинец, Орлова, 2009; Березинец, Ильина, Черкасская, 2013; Седаш, Левицкий, 2014; Соболева, 2016]). В связи с этим, также и в данном исследовании, говоря о результатах деятельности компании, будет использоваться термин «финансовая результативность».

1.2. Бухгалтерские показатели финансовой результативности

Понимая важность результативности компаний, исследователями были предложены различные подходы к ее измерению. Показатели результативности можно разделить на две группы: бухгалтерские и рыночные. Первоначально наиболее часто используемыми показателями являлись бухгалтерские показатели, расчет которых производится на основе данных, полученных из бухгалтерских отчетов. К группе бухгалтерских показателей относятся, например, рентабельность активов (ROA), рентабельность капитала (ROE), рентабельность продаж (ROS) и рентабельность инвестиций (ROI). К рыночным показателям можно отнести коэффициент Q Тобина, показатель добавленной рыночной стоимости (MVA) и показатель добавленной экономической стоимости (EVA). Расчет рыночных показателей производится не только на основе данных из бухгалтерских отчетов, но и на основе показателей, полученных от рынка (см. напр.: [Muth, Donaldson, 1998; Capon, Farley, Hoening, 1996; Dulewicz, Herbert, 2004]). Ниже остановимся подробнее на некоторых бухгалтерских показателях.

1.2.1. Рентабельность активов (ROA)

$$ROA = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Среднегодовые активы}} * 100\% \quad (1)$$

Показатель рентабельности активов является одним из наиболее часто используемых показателей для оценки результативности деятельности компаний, представляя собой величину, равную отношению прибыли, полученной за год, к среднегодовому размеру активов. Данный показатель дает оценку эффективности вложения средств в активы рассматриваемого предприятия, оценивает правильность выбранного варианта инвестирования [Ковалев, 2004].

В качестве доказательства широкой распространенности данного показателя можно привести три аргумента: хотя бы одна формула для расчета рентабельности активов приведена в любом финансовом учебнике, показатель рентабельности активов практически всегда используется в исследованиях по предсказыванию банкротства, и, наконец, рентабельность

активов очень часто используется для оценки результативности компаний и ее будущих перспектив [Jewell, Mankin, 2011]. В исследовании [Gibson, 1987] автор рассмотрел, насколько распространен показатель рентабельности активов среди финансовых аналитиков и выяснил, что 90% опрошенных «дипломированных финансовых аналитиков» (CFA – chartered financial analyst) рассматривают рентабельность активов как одну из самых важных мер результативности компаний.

При этом следует отметить, что существует большое количество подходов к расчету самого показателя рентабельности активов: согласно исследованию [Mankin, Jewell, 2014], существует как минимум 11 вариантов расчета ROA, приводимых в бизнес-литературе. К примеру, среди вариантов расчета можно выделить следующие: отношение чистой прибыли к активам, отношение суммы чистой прибыли и процентных расходов к активам, отношение операционной прибыли к активам. В знаменателе может стоять как величина среднегодовых активов, так и величина активов на конец рассматриваемого периода. Такое многообразие вариантов расчета говорит о том, что каждый исследователь прежде всего должен определиться, какой именно вариант расчета будет использован и почему. Если использование показателя рентабельности активов нацелено, например, на описание операционной результативности деятельности компаний, лучше выбрать расчет показателя по формуле, в числителе которой стоит операционная прибыль.

В исследовании [Brick, Chidambaran, 2010] для оценки взаимосвязи между повышением мониторинга со стороны совета директоров и результативностью компании, авторы используют рентабельность активов, подчеркивая, что этот показатель отражает результаты операционной деятельности компании. Авторы [Bhagat, Black, 2001], рассматривая взаимосвязь между независимостью совета директоров и результативностью на примере американских компаний, делают выбор в пользу рентабельности активов как одного из показателей результативности. В работе отмечается, что единственный идеальный показатель, измеряющий результативность компании, еще не разработан, однако рентабельность активов широко используется многими авторами в финансовой литературе. Другим примером использования рентабельности активов может служить работа [Yermack, 1996], автор пытается выявить наличие взаимосвязи между рыночной стоимостью компании и размером совета директоров, причем показатель ROA здесь используется не как зависимая переменная, а как объясняющая переменная. Автор пишет, что результативность компании несомненно взаимосвязана с рыночной оценкой стоимости компании, в связи с этим необходимо

включение в модель показателя, характеризующего результативность. Существуют и иные исследования, использующие показатель ROA как меру результативности компаний (см. напр.: [Tsoutsoura, 2004; Bhagat, Bolton, 2008; Sarkar, Sarkar, 2009; Ahn, Shrestha, 2013]).

1.2.2. Рентабельность собственного капитала (ROE)

$$ROE = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Среднегодовой акционерный капитал}} * 100\% \quad (2)$$

Рентабельность собственного капитала, определяемая как отношение прибыли к среднегодовой величине акционерного капитала, также является распространенным показателем, используемым в качестве меры финансовой результативности компании. В [Брейли, Майерс, 2014] указано, что менеджеры используют данный показатель для оценки результатов деятельности, ROE выступает финансовым индикатором отдачи для акционеров на собственный капитал. Согласно [Reimann, 1990], показатель рентабельности собственного капитала зачастую использовался для того, чтобы понять, была ли создана ценность для акционеров. В статье [Hagel, Brown, Davison, 2010] отмечается, что большинство аналитиков и инвесторов воспринимают данный показатель как лучшую меру деятельности компании именно с точки зрения инвесторов, поскольку этот показатель показывает какая часть прибыли приходится на единицу денежных средств, составляющих акционерный капитал.

Показатель ROE может быть представлен как произведение трех других показателей: операционной рентабельности (отношение чистой прибыли к выручке), оборачиваемости активов (отношение выручки к активам) и финансового рычага (отношение активов к собственному капиталу)¹. Именно возможность такого представления также является одной из причин широкого использования показателя [Wet, Toit, 2007]. Часть консалтинговых компаний рассматривают спред между ROE и стоимостью капитала, чтобы оценить результативность компании: если спред положительный, у компании есть преимущественные возможности роста [Reimann, 1989], поскольку инвесторы получают отдачу выше стоимости.

В работе [Hutchinson, Gul, 2004] авторы исследуют наличие взаимосвязи между корпоративным контролем и соотношением между инвестиционными возможностями компании с результативностью, подчеркивая, что показатель результативности должен отражать последствия инвестиционных решений менеджеров компании, и в качестве такого показателя авторы выбирают рентабельность собственного капитала. ROE также используется

¹ Подобное представление показателя ROE известно как уравнение или модель Дюпон.

в качестве меры результативности в, к примеру, работах, целью которых является установление наличия взаимосвязи между размером совета директоров и результативностью (см. напр.: [Conyon, Peck, 1998; Zhou, 2000]).

1.2.3. Рентабельность инвестиций (ROI)

$$ROI = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Инвестиции}} * 100\% \quad (3)$$

Рентабельность инвестиций также является одним из часто используемых бухгалтерских показателей результативности компаний и представляет собой отношение чистой прибыли к вложенным инвестициям.

Согласно авторам [Friedlob, Schleifer, Plewa, 2002], данный показатель может быть использован для оценки способности компании зарабатывать требуемую доходность, оценки эффективности менеджмента, а также для прогнозирования будущих поступлений. При этом, показатель рентабельности инвестиций используется реже, нежели упомянутые рентабельность активов и рентабельность капитала. Показатель рентабельности инвестиций часто сопоставляется с показателем стоимости капитала, поскольку рентабельность инвестиций отображает отдачу вложенных средств. Если показатель ROI выше стоимости капитала, это говорит об эффективности сделанных вложений. Расчет рентабельности инвестиций, так же как и рентабельности активов, может осуществляться при помощи разных подходов: можно найти варианты, где в числителе стоит не чистая прибыль, а операционная прибыль, прибыль до налогообложения или, к примеру, EBITDA – прибыль до вычета налогов, процентных выплат и амортизации. В некоторых работах рентабельность инвестиций приравнивается рентабельности активов, их расчет производится одинаковым образом (см. напр.: [Ichsani, Suhardi, 2015]).

Часто показатель рентабельности инвестиций используется в маркетинге: компании оценивают с помощью данного показателя эффективность рекламной кампании, особенно «удобно» использование данного показателя в случае определения ROI в интернет-бизнесе [Лебедева, 2013].

При этом также есть исследования, рассматривающие взаимосвязь корпоративного управления с рентабельностью инвестиций. К примеру, авторы [Gugler, Mueller, Yurtoglu, 2004] обнаружили, что имеет место различие между рентабельностью инвестиций компаний, принадлежащих к англосаксонской и континентальной системам права. Также есть различие

между ROI в зависимости от структуры капитала компании, однако это различие, как пишут авторы, выражено менее сильно. Использование данного показателя объяснено тем, что его величину целесообразно и в каком-то смысле «удобно» сравнивать со стоимостью капитала, на основе чего можно сразу делать выводы об эффективном или неэффективном функционировании компании.

Некоторые исследователи утверждают, что показатель рентабельности инвестиций имеет определенные ограничения в использовании и может приводить к конфликтам между интересами компании и отдельных ее подразделений [Grunewald, Sullivan, 1972], в связи с чем авторы предложили расширенную версию показателя ROI, которая представляет собой отношение разности между выручкой и переменными и постоянными затратами к величине чистых операционных активов.

В литературе также используются и другие показатели рентабельности, например, рентабельность чистых активов или рентабельность продаж, однако важно отметить, что есть ряд работ, в которых критикуется использование бухгалтерских показателей в качестве мер результативности компаний. К примеру, [Reimann, 1989] среди недостатков бухгалтерских показателей отмечает зависимость величины этих показателей от методик составления бухгалтерской отчетности, такие показатели могут быть подвергнуты манипуляциям со стороны менеджмента с целью создания видимой успешности их работы, особенно в ситуациях, когда вознаграждение зависит от уровня этих показателей. Более того, бухгалтерские показатели не принимают во внимание поступление будущих денежных потоков [Finegan, 1991], являются отображением скорее краткосрочной результативности, поэтому принятие решений исходя только из бухгалтерских показателей может привести к упущению возможностей роста и положительных долгосрочных результатов [Copeland, Koller, Murtin, 2000]. Также есть исследования, показывающие, что корреляция показателей рентабельности со стоимостью акций не значима, что является доводом не в пользу использования бухгалтерских показателей [Гусев, 2005]. Показатели рентабельности не отображают систематический риск и не учитывают эффекты, полученные за счет инвестиций в НИОКР и рекламу [Benson, 1985]. Согласно [Брейли, Майерс, 2014], показатели рентабельности иногда могут вводить в заблуждение пользователей, что связано с разными причинами. При расчете показателей рентабельности для оценки проектов, могут возникать погрешности при соотношении старых и новых проектов, погрешности также могут возникать на разных этапах осуществления проекта: к примеру, реальная амортизация замедляется, при

этом бухгалтерские прибыли могут занижать реальную доходность новых проектов и одновременно завышать доходность старых проектов. Более того, авторы также упоминают проблему «творческой бухгалтерии», когда компании выбирают те методы бухгалтерского учета, которые наилучшим образом и в соответствии с целями менеджмента отразят положение компании.

Ввиду наличия ряда недостатков у показателей рентабельности как мер результативности деятельности компаний, исследователи предложили также другие показатели для оценки деятельности.

1.3. Рыночные показатели результативности компаний

Рыночные показатели результативности предполагают использование не только данных из бухгалтерских отчетностей, но также и данные, полученные от рынка. Далее будут рассмотрены некоторые из наиболее распространенных рыночных показателей результативности.

1.3.1. Коэффициент Тобина (Tobin's Q)

$$\text{Коэффициент Тобина} = \frac{\text{Рыночная ценность активов}}{\text{Восстановительная стоимость активов}} \quad (4)$$

Коэффициент Тобина был разработан в 1968 году Джеймсом Тобиным и Уильямом Брейнардом. Как пишут [Tobin, Brainard, 1977], числитель отражает оценку активов со стороны рынка, в то время как знаменатель – восстановительную стоимость, сколько компании придется заплатить за новые такие же активы.

Данный коэффициент является одним из наиболее востребованных показателей, отражающих рыночную привлекательность компаний, при этом подходы к вычислению могут быть разными: сравнение рыночной капитализации компании и величины ее чистых активов или сравнение совокупной рыночной цены акций и облигаций компании с восстановительной стоимостью ее активов [Ковалев, 2004]. Показатель широко используется в качестве меры успешности деятельности торгуемых публичных компаний [Березинец, Ильина, Черкасская, 2013].

Трудность применения коэффициента Тобина заключается в трудности его расчета, вызванной, к примеру, необходимостью использовать информацию из различных источников, которые, ко всему прочему, могут не находиться в свободном доступе. В связи с этим, ряд

исследователей предложили модифицированный вариант подсчета показателя (см. напр.: [Lindenberg, Ross, 1981; Perfect, Wiles, 1994; Lee, Tompkins, 1999]). В работе [Lindenberg, Ross, 1981] предлагается разделить значение замещения стоимости активов отдельно на стоимость зданий и основных средств, запасов и иных активов с учетом изменения цен, реального обесценения активов, а также технологических изменений, при этом рыночная ценность долгосрочной задолженности оценивается на основе данных о ценах и доходностях облигаций:

$$Q = \frac{CS_{MV} + PS_{MV} + D_{MV}}{TA + RNP - HNP + RINV - HINV}, \quad (5)$$

где CS_{MV} – рыночная стоимость обыкновенных акций,

PS_{MV} – рыночная стоимость привилегированных акций,

D_{MV} – рыночная стоимость долга,

TA – суммарная величина активов,

RNP – восстановительная стоимость оборотных активов,

HNP – историческая оценка стоимости внеоборотных активов,

$RINV$ – восстановительная стоимость запасов,

$HINV$ – историческая оценка стоимости запасов.

Автор работы [Schaller, 1990] пишет, что для расчета величины Q Тобина необходимо рассчитать рыночную стоимость компании, исходя из рыночной стоимости капитала и рыночной стоимости долга. Расчет рыночной стоимости капитала трудностей не вызывает (произведение цены акций на их количество), в то время как определить рыночную стоимость долга значительно сложнее. Для этого необходимо рассчитать рыночную стоимость долгосрочного долга, делая многочисленные предположения о его сроке исполнения, купонной ставке для облигаций, а рыночную стоимость краткосрочного долга Шаллер предлагает приравнять к балансовой. Такого же подхода к расчету коэффициента Тобина придерживаются [Hermalin, Weisbach, 1991].

Однако согласно [Chung, Pruitt, 1994], произвести расчеты по методике, предложенной Линденбергом и Россом слишком сложно, и это приводит к «игнорированию» данного показателя со стороны менеджмента при принятии решений. В связи с этим, авторы Чанг и

Пруитт предложили собственный вариант расчета коэффициента на основе общедоступных данных:

$$\text{Approximate } Q = \frac{MVE + PS + D}{TA}, \quad (6)$$

где MVE – рыночная капитализация компании,

PS – стоимость привилегированных акций,

D – сумма долгосрочных и краткосрочных обязательств,

TA – сумма всех активов.

В случае отсутствия данных о рыночной оценке привилегированных акций и долгосрочной задолженности, допускается использование балансовой оценки. На основе эмпирического анализа, Чанг и Пруитт показали, что значения, получаемые по предложенной ими формуле, близки к значениям, получаемым по формуле, предложенной в [Lindenberg, Ross, 1981], что говорит о возможности применения данного метода расчета коэффициента Тобина. Так, описанный упрощенный вариант расчета Q Тобина можно встретить в исследованиях, посвященных взаимосвязи корпоративного управления и результативности компаний (см. напр.: [Palia, 2001; Coles et al., 2008; Brick, Chidambaran, 2010; Renee, Mehran, 2012]).

Часть исследователей утверждает о наличии преимущества использования коэффициента Тобина над использованием показателей рентабельности (см. напр.: [McFarland, 1988; Megna, Klock, 1993; Lang, Stulz, 1994]). Данный коэффициент учитывает будущие возможности роста компании, отображает нематериальные активы компании, а также манипуляции со стороны менеджмента затруднены.

1.3.2. Рыночная добавленная стоимость (MVA)

$$MVA = \text{Рыночная стоимость компании} - \text{Инвестированный капитал} \quad (7)$$

Еще одним рыночным показателем результативности является показатель рыночной добавленной стоимости, разработанный компанией Stern Stewart & Co. Как указано в [Lehn, Makhija, 1996], показатель MVA отображает рыночную оценку приведенной стоимости прошлых и будущих инвестиционных проектов и содержит информацию о качестве

принимаемых стратегических решений, а также может сигнализировать об изменениях в стратегии.

Авторы [Lehn, Makhija, 1996], провели исследование на взаимосвязь показателей результативности, среди которых был показатель рыночной добавленной стоимости, и доходности акций и выяснили, что имеет место положительная взаимосвязь между MVA и доходностью акций, тем самым делая вывод о том, что показатель MVA может быть использован в качестве меры результативности компаний. Более того, согласно результатам, полученным Lehn и Makhija, неудовлетворительный для компании уровень MVA может приводить к изменениям в составе менеджмента компании, то есть акционеры оценивают результативность деятельности компании и работы менеджмента на основе этого показателя. Также отмечается, что вознаграждение топ-менеджмента компании может быть «завязано» на величине MVA [Fatemi et al., 2003]. Согласно [Бримсон, Антонс, Коллинз, 2007], для увеличения рыночной добавленной стоимости необходимо увеличение темпов роста продаж, нормы прибыли, сокращение налоговых платежей или издержек, а также увеличение оборачиваемости активов.

1.3.3. Экономическая добавленная стоимость (EVA)

$$EVA = NOPAT - IC * WACC, \quad (8)$$

где NOPAT – чистая операционная прибыль компании после уплаты налогов,

IC – инвестированный капитал,

WACC – средневзвешенная стоимость капитала.

Показатель экономической добавленной стоимости сложно однозначно отнести к группе бухгалтерских или рыночных показателей, однако тот факт, что, по утверждению многих исследователей, использование этого показателя нивелирует проблемы большинства бухгалтерских показателей и его расчет включает в себя оценку стоимости капитала, приводит к появлению описания этого показателя именно в этом параграфе. Хотя, опять же, добавленная экономическая стоимость может считаться своего рода «пограничным» показателем между бухгалтерскими и рыночными.

Данный показатель также был разработан компанией Stern Stewart & Co. На первый взгляд может показаться, что рассчитать экономическую добавленную стоимость достаточно просто, однако это не так. Авторы показателя разработали порядка 160 корректировок к

величине рассматриваемой прибыли и величине капитала, лишь после осуществления которых можно использовать показатель как меру результативности деятельности. Показатель EVA часто сравнивается с показателем остаточного дохода. Альфред Маршал, имея в виду остаточный доход, отмечал: «То, что остается от прибылей собственника или управляющего после вычета процента на капитал по текущей ставке, можно назвать его предпринимательской или управленческой прибылью».

Использование EVA вызвано убеждением в том, что бухгалтерские показатели не позволяют адекватно оценить результативность компаний, они не отображают адекватную оценку деятельности компаний. Ранее использованные методы, в том числе компанией Stern Stewart & Co, были основаны на моделях дисконтированных денежных потоков и внутренней нормы доходности, однако при таком подходе большая часть ценности компании обосновывается ожиданиями относительно пост-прогнозного периода. Более того, эти методы статичны и оценивают будущее, в то время как EVA также отображает результаты деятельности компаний в прошедший период. Корректировки, необходимые для правильного расчета показателя добавленной экономической стоимости, необходимы для определения настоящего объема ресурсов и правильного направления их использования, не забывая о том, в какой отрасли компания функционирует [Ивашковская, Кукина, Пенкина, 2010; Sirbu, 2012].

В работе [Young, 1997] подчеркивается, что добавленная экономическая стоимость настолько полно отображает состояние и результативность компании, что способна заменить сразу несколько показателей: прибыль на акцию, используемую на фондовых рынках, чистую приведенную стоимость, когда речь идет о принятии тех или иных проектов и распределении бюджета, а также рентабельность активов, как показатель эффективности работы менеджеров.

Анализ компании Stern Stewart & Co показал, что у 1000 компаний, которые использовали EVA согласно “Stern Stewart Performance”, рост показателя EVA определил порядка 50% роста показателя MVA на одинаковых временных промежутках. При этом рост продаж объяснил лишь 10% изменений MVA, рост показателя прибыли на акцию – 15-20%, а рост рентабельности капитала – 35%. То есть получается, что показатель EVA проявил себя как лучший показатель, объясняющий изменения богатства собственников [Stewart, 1994]. В начале 2011 года компания KPMG² организовала конференцию, посвященную показателю

² KPMG – международная сеть фирм, предоставляющих аудиторские, налоговые и консультационные услуги; является одной из крупнейших аудиторско-консалтинговых фирм в России.

добавленной экономической стоимости, его принципам и подходам к использованию. На конференцию были приглашены менеджеры Stern Stewart & Co, которые выступили с презентацией о показателе. На презентации Беннетт Стюарт выделил следующие плюсы добавленной экономической стоимости: при использовании EVA, активы становятся обязательствами, по которым необходимо демонстрировать прибыль, чрезмерное акцентирование внимания на важности показателя прибыли на акцию приводит к недостаточному инвестированию в нематериальные активы, увеличению финансового риска (за счет увеличения долга) и усложнению бухгалтерского учета. Существует семь критериев для принятия решения о том, какие корректировки необходимо сделать при вычислении EVA: важно учесть, является ли корректировка материальной, возможной, управляемой, понятной, коммуницируемой, точной и, наконец, соответствующей задачам.

Более того, EVA может быть использована в качестве показателя, к которому привязывается вознаграждение менеджмента компании. В отличие от бухгалтерских показателей, EVA помогает решить одну из важнейших дилемм корпоративного управления: проблему принципал-агента [Young, 1997]. Когда вознаграждение менеджмента зависит от уровня EVA, они начинают думать и действовать как собственники, их собственное богатство становится взаимосвязанным с богатством акционеров. Показатель добавленной экономической стоимости является своего рода постоянным напоминанием для менеджеров: инвестируйте только в том случае, когда прирост прибыли от капиталовложений будет достаточным для возмещения затрат на капитал [Брейли, Майерс, 2014]. Однако результаты исследования показывают, что в компаниях после внедрения системы поощрений, основанной на уровне показателя EVA, результативность по сравнению с компаниями, где такая система не внедрена, не улучшилась [Griffith, 2004].

Показатель EVA может быть использован не только для анализа деятельности всей компании, но и подразделений, департаментов и других уровней. Предполагается, что все работники компании, а не только представители менеджмента, должны выполнять собственные обязанности с нацеленностью на создание ценности для акционеров (см. напр.: [Young, 1997; Chen, Dodd; 1997; Sibru, 2012]).

При всех плюсах показателя добавленной экономической стоимости, нельзя говорить о том, что все исследователи воспринимают данный показатель в качестве идеальной характеристики результативности деятельности компании. Сторонники использования EVA

говорят о наличии взаимосвязи между увеличением добавленной стоимости и увеличением доходности акций. При этом [Chen, Dodd, 1997] отмечают, рост доходности акций не может объясняться только лишь улучшением уровня EVA, согласно построенной модели на основе 10-летнего наблюдения за 566 американскими публичными компаниями, авторы обнаружили, что не более 26% изменения доходности акций объясняется изменениями EVA. Другое исследование, также проведенное на выборке американских компаний, не привело к результатам, которые подтверждают наличие взаимосвязи между EVA и доходностью акций [Biddle, Bowen, Wallace, 1997].

Авторы [Chen, Dodd, 1997] также высказывают несогласие с возможностью замены показателем EVA всех других показателей финансовой результативности. Компаниям следует продолжать отслеживать состояние «традиционных» показателей результативности, таких как, к примеру, прибыль на акцию, рентабельность активов и рентабельность капитала. Показатель EVA является схож по своей идеологии с показателем остаточного дохода, и [Chen, Dodd, 1997] показали, что схожесть есть не только в идеологии, но и эмпирически можно установить корреляцию между этими двумя показателями, а также идентичность, говоря о связи с доходностью акций. Авторы утверждают, что поскольку основное отличие EVA от остаточного дохода состоит в корректировках, используемых при расчете прибыли и капитала, компаниям, возможно, не стоит имплементировать систему управления на основе EVA и производить корректировки, а вместо этого использовать в качестве показателя эффективности остаточных доход, который, как было доказано, принесет те же практические преимущества, что и использование EVA.

Уже было сказано, что расчет показателя EVA, а именно производимые корректировки к используемым бухгалтерским показателям не раскрываются создателями этой меры эффективности, однако очевидно, что многие исследователи попытались самостоятельно выявить корректировки и приблизить получаемые значения к тем, что публикуются Stern Stewart & Co. В [Stewart, 1994] подчеркивается, что расчет EVA не должен быть одинаковым для всех компаний: разные корректировки должны применяться при работе с компаниями из разных отраслей. При этом, в работе [Yook, 1999] предложена методика корректировок, которая позволяет получить наиболее приближенные к публикуемым значениям EVA вне зависимости от того, к какой отрасли компания принадлежит. Предлагаемые корректировки капитала включают в себя уменьшение общих активов на начало года на беспроцентную текущую задолженность, высоколиквидные ценные бумаги и незавершенное строительство,

увеличение на приведенную стоимость капитализированных лизинговых платежей, резервы по сомнительным долгам, резервы LIFO, капитализированные расходы на НИОКР за последние 5 лет, совокупные посленалоговые чрезвычайные убытки (прибыли), а также накопленный износ деловой репутации. Скорректированная чистая операционная прибыль, в свою очередь, получается за счет добавления к чистой операционной прибыли увеличения резервов по сомнительным долгам, увеличения резерва LIFO, увеличения чистых капитализированных расходов на НИОКР и прочих операционных доходов, а также уменьшения на отложенные налоговые обязательства и амортизацию деловой репутации. Такие корректировки позволяют значительно сократить временные издержки на сбор необходимой информации для расчета EVA, и в целом делают сбор информации значительно проще.

Корректировки, предложенные [Yook, 1999], предполагают возможность использования информации, представленной в американской базе Compustat PC Plus. Yook также представил в своей работе итоги исследования того, насколько результаты, полученные при «упрощенных» корректировках, близки к результатам, полученным по оригинальной методике. Исследование было проведено на американских компаниях, размер EVA которых публикуется, причем автор сравнил не просто конечный результат EVA, а отдельно три параметра: операционную прибыль после уплаты налогов, используемый капитал и средневзвешенную стоимость капитала. Так, было получено, что коэффициент корреляции между капиталом и операционной прибылью, полученным по разной методике, составляет 0,92 и 0,93 соответственно, в то время как коэффициент корреляции между средневзвешенной стоимостью капитала, посчитанной по двум методикам, составляет 0,85. То есть в целом можно сделать вывод о том, что корректировки, предложенные Yook, могут быть использованы для расчета приближенного показателя EVA.

Как уже было отмечено, использование показателя добавленной экономической стоимости имеет много преимуществ, однако при проведении исследования на выборке из российских компаний возникает сложность: на данный момент не разработаны корректировки для величин капитала и прибыли по российским стандартам бухгалтерского учета. В связи с этим, достаточно сложно произвести правильный расчет EVA для российских компаний.

Выводы по первой главе

В первой главе рассмотрено понятие результативности компаний. Отмечено, что трактовка результативности может быть различной и на данный момент нет единого

определения, с которым соглашаются все исследователи, а в иностранной литературе авторы часто избегают использования понятий эффективности или результативности и вместо них используют термин «firm performance». В рамках данного исследования под результативностью понимается финансовая оценка деятельности компании, осуществленная при помощи финансовых показателей.

Существуют различные подходы к оценке финансовой результативности. Показатели, позволяющие измерить результативность, можно разделить на две группы: бухгалтерские и рыночные. Для расчета бухгалтерских показателей предполагается использование информации из бухгалтерских отчетов компании, в то время как расчет рыночных показателей требует использования не только данных из отчетностей, но и данных, полученных с рынка. Даже несмотря на то, что было отмечено, что бухгалтерские показатели могут быть «подогнаны» к желаемой цифре менеджерами в краткосрочной перспективе, в долгосрочной перспективе и бухгалтерские показатели, и рыночные показатели отображают одинаковые эффекты [Carr, 1997]. Каждый показатель так или иначе имеет ряд преимуществ и недостатков, выбор в пользу того или иного показателя должен зависеть в первую очередь от пользователей и от целей использования показателя.

Стоит отметить, что какие бы новые и усовершенствованные показатели не были изобретены, для оценки результативности с разных сторон и перспектив адекватнее рассматривать результативность при использовании нескольких показателей [Chen, Dodd, 1997]. Такой подход позволит в конечном итоге принять правильные решения и учесть результаты деятельности компании в различных проявлениях.

ГЛАВА 2. ЗАНЯТОСТЬ ЧЛЕНОВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ

Вторая глава данной работы посвящена понятию занятости членов совета директоров. Прежде всего будут описаны совет директоров публичных компаний, его функции, а также подходы к определению занятости. После этого будут представлены и проанализированы результаты исследований взаимосвязи занятости и финансовой результативности компаний на развитых рынках, а также на развивающихся рынках. Наконец, в заключении данной главы будет сформулирована гипотеза проводимого исследования.

2.1. Понятие занятости членов совета директоров

2.1.1. Функции и состав совета директоров

Прежде чем переходить к непосредственному описанию совета директоров, стоит разобраться, что такое корпоративное управление в целом. Один из вариантов определения корпоративного управления можно найти в [Кодекс корпоративного управления ЦБ РФ, 2014], где сказано, что корпоративное управление является понятием, охватывающим систему взаимоотношений между исполнительными органами акционерного общества, его советом директоров, акционерами и другими заинтересованными сторонами. Это система экономических и юридических отношений и норм, в рамках которых осуществляется распределение контроля над компанией и распределение прав на денежные потоки между акционерами, менеджерами и разнообразными заинтересованными лицами, которые зачастую имеют различающиеся интересы. Корпоративное управление является инструментом для определения целей общества и средств достижения этих целей, а также обеспечения эффективного контроля за деятельностью общества со стороны акционеров и иных стейкхолдеров. Согласно [La Porta et al., 2000], корпоративное управление в широком смысле – это набор механизмов, посредством которых внешние инвесторы защищают себя от экспроприации со стороны инсайдеров³. В самом начале работы [Schleifer, Vishny, 1997] задаются основополагающие вопросы, описывающие то, ради чего корпоративное управление существует: каким образом инвесторы добиваются от менеджеров получения части прибыли, как инвесторы могут быть уверены в том, что менеджеры «не воруют» инвестированный капитал или не используют его для финансирования плохих проектов, как инвесторы могут контролировать менеджеров? Можно заметить, что все эти вопросы затрагивают проблему

³ Инсайдерами авторы называют менеджеров и держателей контрольного пакета акций.

«принципал-агент», суть которой заключается в возможном конфликте интересов принципала (собственника, акционера) и агента (менеджера).

Ключевыми участниками корпоративного управления являются акционеры компании, совет директоров и топ-менеджмент. Все три стороны находятся в тесной взаимосвязи друг с другом и формируют так называемый «треугольник корпоративного управления». При этом совет директоров является своего рода связующим элементом между акционерами и топ-менеджментом компании.

В Федеральном законе «Об акционерных обществах» говорится о том, что совет директоров общества (наблюдательный совет) осуществляет общее руководство деятельностью общества, за исключением решения вопросов, отнесенных настоящим Федеральным законом к компетенции общего собрания акционеров. Чтобы лучше понять, что такое общее руководство деятельностью общества, следует рассмотреть функции и задачи совета директоров.

В статье 65 Федерального закона «Об акционерных обществах» среди полномочий совета директоров отображены определение приоритетных направлений деятельности общества, созыв годового и внеочередного общих собраний акционеров и утверждение повестки для собраний, увеличение уставного капитала общества, если уставом общества это отнесено к компетенции совета директоров, рекомендации по размеру дивидендов по акциям и порядку их выплаты и другие.

В ходе составления Кодекса корпоративного поведения, авторы в первую очередь руководствовались законом «Об акционерных обществах» и другими законодательными нормами. В связи с этим, перечисленные ниже функции совета директоров берут за основу те сферы полномочия, которые описаны в законе. Так, в соответствии с кодексом, функции совета директоров включают:

- определение стратегии развития общества и принятие годового финансово-хозяйственного плана;
- обеспечение эффективного контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества;
- обеспечение реализации и защиты прав акционеров, а также содействие разрешению корпоративных конфликтов;

- обеспечение эффективной деятельности исполнительных органов общества, в том числе посредством осуществления контроля за их деятельностью.

Более того, законодательство предусматривает возможность отнесения к компетенции совета директоров и других вопросов, поэтому эти вопросы должны быть определены в связи с функциями совета директоров таким образом, чтобы исключить неясность в разграничении компетенции совета директоров, исполнительных органов и общего собрания акционеров.

При этом стоит также отметить, что, говоря о корпоративном управлении в целом и о совете директоров в частности и изучая практики разных стран, можно сделать выводы о наличии национальных особенностей корпоративного управления, о различиях в приоритетах советов директоров разных стран. К примеру, согласно исследованию *European Boards of Directors Study*, проведенному в 1998 году, в Великобритании в качестве приоритетов деятельности совета директоров чаще всего выделялись достижение финансовых результатов и осуществление поглощений и слияний, организация совместных предприятий и дивестиции, в то время как в Германии приоритет отдавался также достижению финансовых результатов, но второе место поделили такие направления как сокращение издержек и повышение производительности.

Также нельзя не выделить такую функцию, как мониторинг топ-менеджмента: у совета директоров есть право нанимать, увольнять менеджеров, принимать решение о вознаграждении топ-менеджмента, а также «утверждать» и контролировать важные решения [Fama, Jensen, 1983]. Совет директоров перестал быть органом, формально «штампующим» решения менеджмента, став действительно активным и независимым органом мониторинга, а это было необходимо для того, чтобы разобраться и предотвратить серьезные проблемы с эффективностью деятельности, вызванные ошибками в работе менеджмента [Millstein, MacAvoy, 1998]. При этом, в [Baysinger, Butler, 1985] указано, что неразумно рассматривать роль совета директоров, не обращая внимания на его состав. Наиболее подходящий состав совета директоров, хотя он может несколько различаться для разных фирм в зависимости от сложившихся обстоятельств, обязательно включает в себя представителей разных типов директоров, о которых будет сказано далее. Более того, исследования, посвященные выявлению «идеального» состава совета директоров, имеют место до сих пор.

Обращаясь к Кодексу корпоративного управления, можно увидеть, что совет директоров должен являться эффективным и профессиональным органом управления

общества, который способен принимать решения, отвечающие интересам общества и акционеров, а также выносить объективные независимые суждения. Очевидно, что для этого в состав совета директоров должны входить лица с безупречной репутацией (как деловой, так и личной), а также обладающие знаниями, навыками и опытом, необходимыми для принятия правильных решений.

Отдельно подчеркивается необходимость наличия в совете директоров достаточного количества независимых директоров. Независимый директор – лицо, которое обладает достаточным профессионализмом, опытом и самостоятельностью для формирования собственной позиции, которое способно выносить суждения, независимые от влияния исполнительных органов общества, отдельных групп акционеров или иных заинтересованных сторон.

В законе об акционерных обществах нет четкого указания о требуемом количестве независимых директоров в совете, лишь устанавливается, что исполнительные директора не могут составлять более одной четверти от числа членов совета директоров общества. При этом предполагается, что совет директоров не сможет эффективно осуществлять свои функции только при небольшой доле исполнительных директоров, необходимо также включение в состав независимых директоров, к примеру, кодекс корпоративного поведения рекомендует включать в состав совета директоров не менее трёх независимых директоров.

Проводится немало исследований, целью которых является выделение взаимосвязи различных характеристик совета директоров и его членов, с результативностью деятельности компаний. Прежде всего были проведены исследования о взаимосвязи размера совета директоров с результативностью деятельности компаний (см. напр.: [Eisenberg, Sundgren, Wells, 1998; Mak, Kusnadi, 2005; Guest, 2009]). Достаточно много исследований нацелено на установление взаимосвязи и ее направления между наличием независимых директоров и финансовой результативностью компаний (см. напр.: [Weisbach, 1988; Yermack, 1996; Bhagat, Black, 2001; Coles et al., 2008]). Еще одной характеристикой совета директоров, которая исследуется на взаимосвязь с результативностью компаний, является гендерная составляющая совета. Ввиду наличия различий между поведением мужчин и женщин, исследователи предполагают, что большее или меньшее количество женщин в совете может быть положительно или негативно взаимосвязано с результативностью (см. напр.: [Dawson, 1997; Adams, Funk, 2012; Post, Byron, 2015]).

2.1.2. Занятость: варианты трактовки

Еще одним направлением исследований, описывающих взаимосвязь определенных характеристик советов директоров с результативностью, является анализ множественности директорских позиций. Говорить о множественности директорских позиций можно тогда, когда директор совмещает позицию в данном совете директоров с директорскими позициями или же должностями в топ-менеджменте других компаний. Члена совета директоров можно считать занятым тогда, когда он занимает несколько директорских позиций в разных советах директоров [Benson et al., 2014]. Авторы исследования [Cashman, Gillan, Jun, 2012] уточняют, что характеристика занятости должна применяться только по отношению к независимым и неисполнительным директорам, хотя с этим соглашаются не все. При этом неизбежно возникает вопрос, сколько позиций должен занимать член совета директоров, чтобы считаться занятым. Большинство исследователей сходятся на мнении о том, что именно наличие трех внешних позиций позволяет сделать вывод о занятости (см. напр.: [Cashman, Gillan, Jun, 2012; Fich, Shivdasani, 2006]).

Интересно, что крупные фирмы более предрасположены к тому, чтобы нанимать в свои советы директоров занятых директоров. К примеру, в [Booth, Deli, 1996] авторы говорят о том, что занятые директора для крупных компаний выступают источником обширных связей и контактов, при помощи связей членов совета директоров, компаниям легче налаживать диалог с такими контрагентами, как потребители и поставщики. Схожие результаты были получены в [Ferris et al., 2003], согласно которым прием на работу занятых директоров более характерен для крупных и прибыльных компаний, более того, это действует и в обратную сторону: у директоров, которые занимают внешние позиции в крупных компаниях больше шансов получить приглашение на пост директора в совете директоров другой компании.

Кажется также логичным, что компании, только выходящие на фондовый рынок, стремятся заполучить в свой совет директоров занятых членов. Подобный результат был получен в исследовании 1331 американских компаний в период 1996-2008 [Field, Lowry, Mkrtchyan, 2013]. Авторы пишут, что несмотря на то, что «занятые» директора могут не так эффективно выполнять функции мониторинга, они всё равно приносят выгоды компаниям. Эти выгоды могут заключаться в имеющемся опыте и имеющихся связях, которые в конечном итоге превращают «занятых» директоров в идеальных консультантов. Интересно, что авторы приходят к выводу о том, что «занятые» директора могут принести больше положительных

результатов молодым компаниям, поскольку именно в таких компаниях потребность в функции мониторинга со стороны совета директоров ниже, нежели потребность в консультационной роли совета. Именно «занятые» директора, имеющие большой опыт участия в советах директоров иных компаний, могут исполнить эту роль качественно. Со временем, когда компании разрастаются, функция мониторинга выходит на первый план и наличие большого числа «занятых» директоров в составе совета может перестать быть преимуществом.

Если рассуждать о мотивах самих директоров занимать несколько директорских позиций, то есть смысл обратиться к выводам, полученным [Fama, Jensen, 1983]: репутация, зарабатываемая при увеличении числа занимаемых позиций, побуждает директоров входить в состав новых советов директоров. Репутация занятых директоров повышается следующим образом: множественность позиций сигнализирует рынку о том, что этот директор хорошо выполняет собственные функции, раз у него получается занимать новые позиции в других компаниях, впоследствии новые компании начинают видеть в занятом директоре ценный актив для своей компании. То есть множественность позиций дает понять, что занятый директор обладает достаточными компетенциями в консалтинге и будет эффективно наблюдать за деятельностью менеджмента. Не стоит забывать также и то, что мы отмечали среди функций совета директоров – консультационную функцию. Чтобы быть хорошим консультантом, необходимо обладать огромным опытом и знаниями в широком спектре вопросов, что позволит принимать правильные решения, касающиеся деятельности компании. Знания и опыт, а также связи с другими директорами и доступ к внешним ресурсам позволяют занятым членам советов директоров более эффективно выполнять собственные обязанности [Kor, Sundaramurthy, 2009].

Работая сразу в нескольких компаниях, член совета директоров получает возможность сравнивать деятельность разных компаний, сравнивать решения и подходы к тем или иным вопросам, советоваться со своими коллегами. У занятых директоров значительно разрастается багаж опыта и знаний, появляются ценные связи и контакты, а компания, где такой директор работает, безусловно также получает от этого выгоды. Данное заявление также не идет в разрез с теорией ресурсной зависимости, разработанной J. Pfeffer и утверждающей, что компании зависят от внешней среды. Занятые директора могут привлечь дополнительные ресурсы в компанию, а также повысить ее рыночную ценность [Pfeffer, 1972; Booth, Deli, 1996].

С другой стороны, становится очевидно, что чем больше дополнительных позиций занимает директор, тем меньше времени на выполнение своих обязанностей у него остается. Иными словами, речь идет о гипотезе занятости, согласно которой множественность директорских позиций приводит к перегруженности и повышенной занятости директора, что, в конечном итоге становится результатом неэффективного выполнения собственных обязанностей во всех или в некоторых компаниях, где директор работает [Ferris et al., 2003].

Таким образом у исследователей возникает вопрос, является ли множественность директорских позиций преимуществом или недостатком для компаний, где занятый директор работает? Есть ли взаимосвязь между результативностью компаний и занятостью директоров и если да, то эта взаимосвязь положительна или отрицательна? Далее будут представлены различные результаты исследований взаимосвязи как на развитых, так и на развивающихся рынках.

2.2. Исследование взаимосвязи занятости и финансовой результативности компаний на развитых рынках

Для начала рассмотрим, какие же результаты были получены исследователями на развитых рынках. Многочисленные исследования взаимосвязи занятости и финансовой результативности были проведены на выборке американских компаний. Авторы [Fich, Shivdasani, 2006] рассматривают взаимосвязь результативности и занятости на выборке из компаний, опубликованных в списке Forbes 500⁴, выборка покрывает семилетний период с 1989 по 1995 гг. В качестве показателя результативности авторы используют показатель отношения рыночной стоимости к балансовой. Результаты исследования показывают, что компании, в советах директоров которых есть занятые директора, имеют более низкий показатель результативности по сравнению с компаниями, в которых независимые директора не являются занятыми. Также деятельность таких компаний характеризуется более низкими показателями рентабельности активов, рентабельности продаж и оборачиваемости активов. Еще один интересный результат заключается в том, что, когда директор, занимающий позицию в совете директоров одной компании, заявляет о том, что он будет занимать дополнительный пост в совете директоров другой компании, ценность первой компании падает. К похожему выводу пришли авторы работы [Bar-Nava et al., 2014], которые рассмотрели следующую ситуацию: если занятый директор перестает занимать одну из своих дополнительных позиций,

⁴ Рейтинг основывался на размере активов, продаж, рыночной капитализации или чистой прибыли.

как акционеры компании, в совете директоров которой этот директор еще состоит, реагируют на подобного рода заявление? Авторы выяснили, что на подобного рода новости инвесторы реагируют положительно. Положительная реакция отображает тот факт, что инвесторы видят необходимость в услугах директора и реагируют позитивно, когда у директора появляется больше времени на выполнение своих обязанностей. Также авторы пришли к выводу о том, что 3 позиции являются оптимальными для директоров: с одной стороны, это оставляет достаточное количество времени на работу в каждом из советов директоров, с другой стороны, говорит о высоком профессионализме директора. Исследование было проведено на выборке из 23259 американских компаний в период 1996-2010 гг.

Исследование [Andres, Bongard, Lehmann, 2013], проведенное на выборке из 133 немецких компаний в период 2003-2006 гг., также подтверждает наличие отрицательной взаимосвязи между занятостью директоров и результативностью компаний. Те компании, в которых советы директоров вовлечены в социальные сети директоров, характеризуются более низкими показателями результативности. В качестве показателей результативности авторы также используют отношение рыночной стоимости к балансовой. При этом исследователи добавляют, что качество дополнительных директорских позиций имеет куда большее значение, чем само явление занятости.

Другое исследование [Cashman, Gillan, Jun, 2012] было проведено на выборке, состоящей из американских компаний и покрывающей период 1999-2008 гг., причем были проведены три исследования: отдельно на компаниях, входящих в S&P500, отдельно на компаниях, в данный индекс не входящих, и на выборке, включающей все компании. Исследователи, используя в качестве модели сквозную регрессию обнаружили сначала положительную взаимосвязь между занятостью и результативностью для выборки из всех компаний и для выборки из небольших компаний, в то время как для выборки из больших компаний связь была отрицательная. При этом, после добавления в регрессионную модель фиксированных эффектов, исследователи обнаружили, что на всех трёх выборках связь становится отрицательной. Данный результат свидетельствует о важности выбора правильной модели при проведении исследования. То есть получается, что результаты этого исследования подтверждают результаты, полученные в [Fich, Shivdasani, 2006].

Отличный от описанных выше результат был обнаружен в работе [Omer, Shelley, Tice, 2014], где исследовалась взаимосвязь результативности и занятости на выборке из 4255

компаний за временной промежуток 2004-2010 гг. Авторы использовали социально-сетевой анализ и пришли к выводу о наличии положительной взаимосвязи между рыночной капитализацией компаний и занятостью членов совета директоров.

Авторы [Ferris et al., 2003] по результатам своего анализа пришел к выводу о том, что имеет место положительная взаимосвязь между результатами деятельности компании ранее и числом мест, занимаемых членами совета директоров в других компаниях. Предположение о том, что наличие занятых директоров может приводить к росту ценности компании, подтвердилось также в исследовании [Field, Lowry, Mkrtchyan, 2013].

Во всех исследованиях, как правило, из выборок исключаются финансовые институты ввиду наличия определенных особенностей в их функционировании, однако при этом имеются исследования, рассматривающие взаимосвязь между занятостью и результативностью именно финансовых институтов. Интересные результаты были получены в работе [Elyasiani, Zhang, 2015], авторы которой рассматривали выборку из 116 американских банковских холдингов за период 2001-2010 гг. Авторы решили рассмотреть, как взаимосвязана занятость с результативностью и рисками банков. В качестве показателей результативности авторы использовали рентабельность капитала, коэффициент Q Тобина, а также отношение прибыли до выплаты процентов к уплате и налога к активам (в рамках настоящего исследования именно так рассчитывается показатель рентабельности активов). Была обнаружена положительная взаимосвязь между описанными показателями и занятостью, которая была измерена при помощи двух показателей: среднее число позиций, занимаемых членом совета директоров, а также число занятых директоров в совете директоров. Более того, была обнаружена отрицательная взаимосвязь между занятостью членов совета директоров и подверженностью банков рискам.

Согласно результатам [Cashman, Gillan, Jun, 2012], существует взаимосвязь между занятостью, выраженной числом директорских мест, и числом комитетов, в деятельности которых также занятый директор участвует. По сути, данный результат является еще одним подтверждением гипотезы репутации: занятые директора избираются в различные комитеты ввиду наличия компетенций и широкого опыта.

Подтверждением гипотезы занятости может являться результат исследования [Jiraporn et al., 2009], авторы которого рассмотрели посещаемость собраний совета директоров, а также комитетов занятыми директорами. Исследование было проведено на выборке, включающей в

себя 1510 компаний США и покрывающей период 1998-2003 гг. Авторы выяснили, что занятые директора значительно чаще пропускают заседания совета директоров, причиной чего является, скорее всего, нехватка времени. Также взаимосвязь между занятостью и посещаемостью была рассмотрена в работе [Masulis, Mobbs, 2014]. Авторы включили в выборку компании, входящие в индекс S&P500 в период 1997-2006 гг. Так, было обнаружено, что директора реже пропускают заседания советов директоров в тех компаниях, которые считаются более успешными исходя из критерия рыночной капитализации. Более того, директора с «меньшим желанием» покидают посты совета директоров компаний, стоящих выше в рейтинге.

Существует также исследование [Ahn, Jiraporn, Kim, 2010], согласно которому взаимосвязь финансовой результативности и занятости директоров не является статистически значимой до тех пор, пока число директорских позиций не достигнет определенного уровня. После достижения этого уровня, взаимосвязь принимает отрицательное направление. Авторы исследования [Chen, Lai, Chen, 2015] также делают предположение о наличии нелинейной зависимости между занятостью директоров и финансовой результативностью, по их результатам, при низкой и высокой занятости имеет место обратная взаимосвязь, в то время как в остальных ситуациях наблюдается положительная взаимосвязь занятости с результатами деятельности.

Наконец, было также проведено исследование на выборке компаний из Гонконга⁵ (948 компаний) [Lei, Deng, 2014], охватывающей период 2001-2009 гг. Исследователи выяснили, что связь между результативностью компаний и занятостью является нелинейной, причем связь обретает перевернутую U-образную форму. Это значит, что до достижения определенного количества позиций, результативность взаимосвязана положительно с занятостью директоров, при превышении определенного числа позиций, результативность начинает падать. В качестве мер оценки результативности компаний, авторами были использованы показатели отношения рыночной стоимости к балансовой, а также коэффициент Тобина. По результатам исследования «оптимальным» числом позиций для достижения максимальной результативности является 6 (если результативность оценивается как отношение рыночной стоимости к балансовой) и 5 позиций (если результативность оценивается как коэффициент Тобина).

⁵ MSCI (Morgan Stanley Capital International) причисляет рынок Гонконга к развитым рынкам.

Таким образом, исследования взаимосвязи на развитых рынках получают разные результаты: наблюдается положительная, отрицательная, а также нелинейная взаимосвязь в зависимости от исследуемых выборок, а также от подходов к исследованиям. Подобные разносторонние результаты только повышают интерес к исследованию взаимосвязи занятости директоров и финансовой результативности на выборке российских компаний.

2.3. Исследование взаимосвязи занятости и финансовой результативности компаний на развивающихся рынках

Количество исследований взаимосвязи занятости и финансовой результативности компаний на развивающихся рынках значительно уступает количеству исследований на развитых рынках. К примеру, из 10 существующих работ, посвященных данной тематике, в авторитетных финансовых журналах лишь два исследования были проведены на выборке компаний из Гонконга и Индии [Chen, Lai, Chen, 2015], причем выше было отмечено, что рынок Гонконга иногда относят к развитым рынкам.

Прежде всего важно отметить, что на развивающихся рынках гораздо чаще можно встретить примеры множественности директорских позиций, в связи с чем количество позиций как критерий определения директора занятым может возрасти с трёх до десяти или даже больше. Если обратиться к Индии, то на этом рынке множественность директорских позиций является результатом исторического развития бизнеса. Еще в середине XX века по мере становления компаний публичными, агенты, занимающиеся размещением акций, становились членами советов директоров. Соответственно, агенты могли помогать в размещении акций многих компаний, и, как следствие, в конечном итоге занимали пост члена советов директоров в очень большом количестве компаний: можно было встретить директоров с 30 или даже 50 позициями в других советах директоров. С развитием корпоративного управления, были введены лимиты на количество постов, данные лимиты установились в диапазоне от десяти до двадцати директорств, хотя по сравнению со странами развитого рынка, данные лимиты всё равно могут восприниматься как очень высокие [Sarkar, Sarkar, 2009].

В этой же работе [Sarkar, Sarkar, 2009] авторы исследовали взаимосвязь между занятостью директоров и финансовой результативностью компаний на выборке, состоящей из 500 индийских компаний и покрывающей период 2002-2003. В выборку вошли и публичные, и непубличные компании. В качестве показателя финансовой результативности авторы использовали показатель соотношения рыночной и балансовой стоимости. В результате была

найдена положительная взаимосвязь между занятостью и результативностью. Можно заметить, что этот результат отличается от большинства результатов, полученных на развитых рынках, где взаимосвязь чаще оказывалась отрицательной. Еще одним направлением исследования была попытка установить, имеется ли взаимосвязь между занятостью и посещением заседаний совета директоров, а также ежегодных собраний акционеров. Авторы выяснили, что как раз занятые директора (занимающие три и более директорских позиций) имеют тенденцию чаще посещать заседания, нежели их коллеги, которые не являются занятыми. Можно сказать, что данные результаты подтверждают гипотезу качества, которая гласит, что занятые директора оказывают позитивное воздействие на результаты деятельности и компаний и выполняют свою работу эффективнее.

Другим примером исследования на развивающихся рынках может служить работа [Li, Wang, Dong, 2013]. Авторы исследуют рынок Китая на выборке нефинансовых компаний в период 2007-2010 гг. В качестве показателя результативности авторы выбирают показатель рентабельности активов и обнаруживают положительную взаимосвязь между занятостью и результативностью.

На рынке Колумбии авторы [Gutierrez, Pombo, 2011] также рассматривают наличие взаимосвязи между результативности и занятости. По результатам данного исследования, компании, в составе советов директоров которых есть занятые директора, демонстрируют лучшие результаты, нежели компании без занятых директоров. Исследование было проведено на данных компаний за период 1996-2006 гг., в среднем в год рассматривалось 335 компаний. Результативность компаний исследователи измеряли при помощи рентабельности активов и рентабельности капитала. В итоге авторы обнаружили положительную взаимосвязь между занятостью и результативностью компаний. Авторы также добавляют, что эффективность не может возрастать бесконечно с увеличением занятости членов совета директоров ввиду того, что слишком большой объем обязанностей приводит к потере эффективности при работе (гипотеза занятости). При этом данное предположение не подтверждается моделями и эконометрическим анализом, авторы просто говорят о своем мнении.

Авторы [Santos, da Silveira, Barros, 2008] пришли к выводу о том, что рыночная капитализация негативно взаимосвязана с занятостью директоров. Такой вывод получен на выборке бразильских компаний, куда вошли 320 публичных компаний. Данные были собраны за 2001, 2003 и 2005 гг. Этот результат говорит о том, что и на развивающихся рынках имеет

место негативная взаимосвязь между занятостью и эффективностью. Авторы упоминают, что наличие в совете директоров ограниченного числа занятых директоров является условием соблюдения лучших практик корпоративного управления. Получается, что на выборке данных компаний выгоды от связей и большого опыта значительно меньше, чем издержки, вызванные недостатком времени на эффективное выполнение собственных функций.

Наконец, еще одно исследование на развивающихся рынках коснулось турецких компаний. Авторы [Arioglu, Kaya, 2014] решили рассмотреть, есть ли взаимосвязь между качеством выполнения консультационных услуг и занятостью директоров, и кто справляется с ролью консультанта лучше: занятый директор или незанятый? Исследование было проведено на выборке из 290 компаниях на 2012 год и 287 компаниях за 2013 год. Из выборки были исключены компании, предоставляющие банковские услуги, поскольку банки попадают под дополнительное регулирование со стороны турецких органов. При этом такие финансовые институты, как, например, факторинговые компании, из выборки не исключались. Для оценки финансовой результативности компаний исследователи использовали показатель рентабельности активов, а также отношение рыночной стоимости к балансовой. Согласно проведенному анализу, показатели ROA и ME/BE компаний с занятыми директорами не отличаются статистически от показателей компаний с незанятыми директорами. При этом если говорить о взаимосвязи результативности компаний и занятости, исследователи не обнаружили статистически значимую связь.

В целом можно сделать вывод, что результаты исследований на развивающихся рынках имеют свои особенности. Это объясняется культурными отличиями, отличиями в историческом развитии, а также институциональными особенностями. Так или иначе эти самые особенности стали своего рода причиной к широкой распространенности множественности директорских позиций. На развивающихся рынках большую роль играет сеть контактов, неформальные отношения между людьми, директора могут находиться не просто в социальных связях друг с другом, но также и в семейных. Более того, развивающиеся рынки можно охарактеризовать как рынки с высокой неопределенностью, а когда участники рынка не уверены в будущем, наличие взаимосвязей позволяет эту неопределенность снизить. Проведенный обзор имеющихся исследований на тему взаимосвязи занятости членов совета директоров и финансовой результативности компаний показал, что исследователи получают различные результаты на различных рынках и выборках. Обобщенные результаты обзора представлены в Таблице 1.

Таблица 1

Обзор исследований взаимосвязи занятости и финансовой результативности компаний

№	Авторы исследования	Выборка, на которой исследование было проведено	Используемый(е) показатель(и) финансовой результативности	Полученные результаты относительно взаимосвязи финансовой результативности и занятости
1	Fich, Shivdasani, 2006	Американские компании, вошедшие в Forbes 500, 1989-1995 гг.	Отношение рыночной стоимости к балансовой	Отрицательная взаимосвязь
2	Andres, Bongard, Lehmann, 2013	133 немецкие компании, 2003-2006 гг.	Отношение рыночной стоимости к балансовой	Отрицательная взаимосвязь
3	Cashman, Gillan, Jun, 2012	Американские компании, как входящие в S&P500, так и не входящие, 1999-2008 гг.	Коэффициент Q Тобина, рентабельность активов, оборачиваемость активов, рентабельность продаж	Сквозная регрессия: положительная взаимосвязь для выборки из всех компаний и выборки из компаний, не входящих в S&P500, отрицательная взаимосвязь для выборки из компаний, входящих в S&P500; Регрессия с фиксированными эффектами: отрицательная взаимосвязь для любой выборки
4	Omer, Shelley, Tice, 2014	4255 компаний из разных стран, 2004-2010 гг.	Рыночная капитализация	Положительная взаимосвязь
5	Ferris et al., 2003	3190 американских компаний, 1995 г.	Отношение рыночной стоимости к балансовой	Статистически не значимая взаимосвязь
6	Field, Lowry, Mkrtchyan, 2013	1099 американских компаний, вышедших на IPO в период 1996-2008 гг.	Отношение рыночной стоимости к балансовой, рентабельность продаж	Положительная взаимосвязь
7	Elyasiani, Zhang, 2015	116 американских банков, 2001-2010 гг.	Рентабельность капитала, коэффициент Q Тобина, рентабельность активов	Положительная взаимосвязь

Окончание таблицы 1

№	Авторы исследования	Выборка, на которой исследование было проведено	Используемый(е) показатель(и) финансовой результативности	Полученные результаты относительно взаимосвязи финансовой результативности и занятости
8	Lei, Deng, 2014	948 публичных компаний из Гонконга, 2001-2009 гг.	Отношение рыночной стоимости к балансовой, коэффициент Q Тобина	Нелинейная взаимосвязь, результативность возрастает до момента достижения определенного количества позиций, после чего начинает убывать
9	Sarkar J., Sarkar S., 2009	500 индийских компаний, 2002-2003 гг.	Отношение рыночной стоимости к балансовой	Положительная взаимосвязь
10	Li, Wang, Dong, 2013	Китайские публичные компании, 2007-2010 гг.	Рентабельность активов	Положительная взаимосвязь
11	Gutierrez, Pombo, 2011	335 колумбийских компаний, 1996-2006 гг.	Рентабельность активов, рентабельность капитала	Положительная взаимосвязь
12	Santos, da Silveira, Barros, 2008	320 бразильских компаний, 2001, 2003, 2005 гг.	Рыночная капитализация	Отрицательная взаимосвязь
13	Arioglu, Kaya, 2014	290 турецких компаний, 2012-2013 гг.	Отношение рыночной стоимости к балансовой, рентабельность активов	Статистически не значимая взаимосвязь

Регулирование вопросов занятости членов совета директоров

Наличие исследований, особенно на развитых рынках, констатирующих негативную взаимосвязь занятости и результативности деятельности компаний привело к тому, что ряд компаний решили установить ограничения на количество совмещаемых позиций [Falato, Kadyrzhanova, LeI, 2014]. В некоторых странах подобные ограничения были закреплены на уровне всей страны посредством рекомендаций профессиональных ассоциаций, а не только в отдельно взятых компаниях. Известно, что строгое соблюдение хороших практик корпоративного управления особенно важно для институциональных инвесторов, поэтому вопрос занятости членов советов директоров достаточно остро стоит именно в компаниях, значительный капитал которых принадлежит институциональным инвесторам.

К примеру, в США существуют такие организации, как Совет институциональных инвесторов и Национальная ассоциация корпоративных директоров, которыми было принято решение о введении рекомендации к установлению ограничения на число дополнительных директорских позиций в публичных компаниях. Более того, Национальная ассоциация корпоративных директоров опубликовала в 2011 году рекомендацию, по которой директорам стоит посвящать минимум 228 часов работе в конкретном совете директоров [Benson, et al., 2014]. Также в Великобритании существует Сводный кодекс совета по финансовой отчетности, согласно которому исполнительным менеджерам компаний не рекомендуется занимать более чем одну дополнительную директорскую позицию в других компаниях [The Combined Code, 2013]. Как указано в [Field, Lowry, Mkrtchyan, 2013], в 2011 году 74% американских компаний, входящих в S&P500, ввели ограничения на количество директорских позиций для членов советов директоров. В 2001 году было также введено ограничение на количество позиций в Китае: для обладания необходимым количеством времени и сил для качественного выполнения собственных обязанностей, директорам рекомендуется занимать не более пяти позиций.

Что касается российских практик, в Кодексе корпоративного управления ЦБ РФ 2014г., указано, что директора должны обладать достаточным временем для выполнения своих обязанностей, а это значит, что занимать слишком много дополнительных позиций не является приемлемым. Более того, директорам рекомендуется в случае намерения занять новую позицию или после избрания (назначения) в другой совет директоров, уведомлять об этом

членов совета директоров, где директор заседает сейчас. Именно числового ограничения на количество позиций в Кодексе не содержится.

Говоря о конкретных примерах компаний, в Кодексе корпоративного управления ОАО «Татнефть» от 30.11.2012 в разделе о Совете директоров указано, что, принимая решение о совмещении должностей в органах управления других компаний, члены совета директоров должны исходить из наличия достаточного количества времени для надлежащего исполнения своих обязанностей в ОАО «Татнефть», при этом количественного ограничения на дополнительные позиции не обнаружено.

При этом важно отметить, что в определенный момент компании сами стали указывать определенные ограничения или требования по отношению к количеству занимаемых позиций в других компаниях для членов совета директоров. К примеру, в Политике по разработке и утверждению рекомендаций по голосованию в отношении кандидатов в члены Совета директоров ОАО «ГМК «Норильский никель», утвержденной в начале 2015 года, указано, что кандидаты в члены совета директоров компании могут участвовать одновременно в советах директоров не более чем четырех других публичных компаний.

2.4. Формулировка гипотез исследования

В первой главе мы рассмотрели показатели, которые используются для оценки результативности компаний, при этом мы также описали функции, которые выполняют члены советов директоров. Чтобы исследование действительно позволило увязать занятость членов совета директоров с результативностью компаний, стоит сделать выбор в пользу таких показателей, которые также позволяют сделать вывод о работе членов совета директоров.

Рассмотрев ряд исследований, посвященных проблематике корпоративного управления, было замечено, что широко распространено использование и рыночных, и бухгалтерских показателей. Среди используемых бухгалтерских показателей часто можно встретить показатель рентабельности активов (см. напр.: [Li, Wang, Dong, 2013; Gutierrez, Pombo, 2011; Cashman, Gillan, Jun, 2012]). Данный показатель отражает операционную результативность деятельности компании и будет использован в данном исследовании, его значение будет определяться как отношение операционной прибыли к балансовой стоимости активов. Следующий показатель, который также распространен в качестве меры результативности компаний – коэффициент Q Тобина, который является индикатором рыночной оценки (см. напр.: [Lei, Deng, 2014; Brick, Chidambaran, 2010; Renee, Mehran, 2012]).

Значение этого показателя будет определяться по упрощенной формуле, которая была объяснена в первой главе данной работы: отношение суммы рыночной капитализации и балансовой стоимости долга к балансовой стоимости активов.

В связи с тем, что существуют аргументы как в пользу положительной взаимосвязи между занятостью и результативностью, так и в пользу отрицательной взаимосвязи, принято решение рассмотреть в первую очередь нелинейную взаимосвязь между выбранными показателями результативности и занятости. Таким образом, в рамках исследования взаимосвязи занятости директоров и финансовой результативности деятельности российских компаний будет проверена следующая гипотеза: имеет место нелинейная взаимосвязь между занятостью членов совета директоров и результативностью деятельности российских публичных компаний.

Выводы по второй главе

Во второй главе выпускной квалификационной работы рассмотрены понятия корпоративного управления, функции совета директоров и такие понятия, как занятость члена совета директоров и множественность директорских позиций.

Проведен обзор исследований взаимосвязи занятости и результативности на развитых и развивающихся рынках, приведена обобщающая таблица с результатами, а также использованными показателями результативности в исследованиях. Было выявлено, что множественность директорских позиций больше характерна для советов директоров компаний развивающихся рынков, нежели развитых рынков; исследователи получают разные результаты относительно взаимосвязи на этих рынках. Расхождения в результатах можно объяснить национальными и институциональными особенностями стран.

Основываясь на результатах предыдущих исследований, а также на рассмотренных концепциях о «преимуществах и недостатках» наличия занятых членов в советах директоров для компаний в целом, была выдвинута гипотеза о наличии нелинейной взаимосвязи между занятостью и результативностью деятельности российских публичных компаний. Именно эта гипотеза и будет проверена в рамках эмпирического исследования, описанного в следующей главе.

ГЛАВА 3. ИССЛЕДОВАНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ ЗАНЯТОСТИ ЧЛЕНОВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ И ФИНАНСОВОЙ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

В третьей главе данной работы будет проведено исследование взаимосвязи занятости членов совета директоров и финансовой результативности деятельности российских компаний. Будут описаны методология исследования, выборка, на которой проводится исследование, а также полученные результаты. Исходя из полученных результатов будут сформулированы выводы по проведенному эмпирическому исследованию.

3.1. Методология исследования

Эмпирическое исследование, целью которого является установление взаимосвязи между результативностью компаний и занятостью членов совета директоров, базируется на регрессионной модели вида:

$$\begin{aligned} Performance_{it} &= \beta_0 + \beta_1 BUSY^2_{it} + \beta_2 BUSY_{it} + \beta_3 BD_{it} + \beta_4 FIN_{it} + u_{it}, i \\ &= 1, 2, \dots, N; t = 2002, \dots, 2010, \end{aligned} \quad (9)$$

где в качестве зависимой переменной $Performance_{it}$ рассматривается финансовая результативность компаний. Переменная $BUSY_{it}$ измеряется при помощи одного из показателей занятости. В исследовании будут рассмотрены 4 показателя, характеризующие занятость:

- 1) среднее число позиций, занимаемых членом совета директоров,
- 2) среднее число позиций, занимаемых внешним директором,
- 3) максимальное число позиций, занимаемых членом совета директоров,
- 4) максимальное число позиций, занимаемое исполнительным членом совета директоров.

Такие показатели, как число позиций члена совета директоров или число позиций внешнего директора, являются весьма распространенными показателями занятости, используемыми в исследованиях (см. напр.: [Cashman, Gillan, Jun, 2012; Andres, Bongard, Lehmann, 2013; Arioglu, Kaya, 2014]). При этом, показатель максимального числа позиций, занимаемых исполнительным директором, используется не так часто, однако объяснение включения данного показателя в модель в исследовании [Ferris, et al., 2003] является убедительным: слишком высокая занятость исполнительных директоров может особенно сильно сказываться на деятельности компаний в связи с тем, что исполнительные директора в

некотором смысле участвуют в жизни компаний больше. Как пишут авторы, «отвлечение» исполнительных директоров на работу других компаний, в советы директоров которых они входят, может стать в итоге большей проблемой для той компании, где эти директора являются исполнительными.

Составляющие вектора FIN_{it} (размерности $(m \times 1)$) являются компонентами базовой модели, и, в соответствии с большинством исследований, служат детерминантами финансово-экономического состояния компании; u_{it} – случайная величина. Все векторы и переменные имеют индекс it , показывающий, что данная информация измеряется для каждой компании i в момент времени t . $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ – неизвестные коэффициенты, β_4 – вектор неизвестных коэффициентов размерности $(1 \times m)$. Описание переменных, использованных в исследовании, представлено в таблице 2.

Таблица 2

Описание переменных

Переменная	Описание
1	2
Зависимые переменные	
Q	Коэффициент Q Тобина – переменная, характеризующая результативность компании и рассчитываемая по формуле: $Q = \frac{MV_{equity} + BV_{debt}}{BV_{assets}},$ где MV_{equity} – рыночная капитализация, BV_{debt} – балансовая величина долга, BV_{assets} – балансовая величина активов
ROA	Рентабельность активов – переменная, характеризующая операционную результативность компании и измеренная как отношение операционной прибыли к активам
Независимые переменные	
Переменные, характеризующие занятость	
BUSYD	Переменная, характеризующая среднее число позиций, занимаемых членами совета директоров в других СД ⁶ , и равная отношению суммарного числа позиций всех членов СД к размеру СД
BUSYOUT	Переменная, характеризующая среднее число позиций внешних директоров, занимаемых в других СД, и равная отношению суммарного числа позиций внешних директоров к размеру СД
MAXD	Переменная, характеризующая максимальное число позиций, занимаемых любым членом СД
MAXEX	Переменная, характеризующая максимальное число позиций, занимаемых исполнительным директором

⁶ Сокращение СД здесь и далее используется для «совет директоров»

Переменная	Описание
1	2
BD	Переменная, характеризующая размер СД и равная числу директоров в совете
Переменные, входящие в вектор FIN	
SIZE	Переменная, характеризующая размер компании и равная натуральному логарифму балансовой стоимости активов
LEV	Переменная, равная отношению балансовой стоимости долга компании к балансовой стоимости активов
AGE	Переменная, характеризующая возраст компании

Как уже было отмечено, в работе используются четыре показателя, при помощи которых измеряется занятость членов совета директоров.

3.2. Формирование выборки и описательная статистика

Для проведения исследования была сформирована выборка, состоящая из 116 российских открытых акционерных обществ.

Для сбора информации были использованы следующие источники:

- рейтинги корпоративного управления, составленные компанией Standard & Poor's;
- база данных СКРИН;
- база данных DATASTREAM;
- официальные сайты компаний,

с использованием которых была собрана информация о финансовых характеристиках компаний, а также о характеристиках советов директоров и членов советов директоров компаний. Период наблюдения: 2002-2010 гг. В описанный промежуток времени в России еще существовало разделение акционерных обществ на открытые и закрытые⁷, при этом это разделение основывалось на том, что на фондовом рынке акции ОАО, как правило, торговались, в отличие от акций ЗАО. При этом часть компаний, зарегистрированных в виде ОАО, не торговались активно на рынке.

⁷ С 1 сентября 2014 года в силу вступил Федеральный закон №99-ФЗ, согласно которому вместо существующих ранее форм все акционерные общества разделяются на публичные и непубличные.

Ввиду того, что данное исследование рассматривает взаимосвязь показателя, характеризующего корпоративное управление, с результативностью компаний, было принято решение о включении в выборку компаний, входящих в рейтинг корпоративного управления, составленного компанией Standard & Poor's. С 2001 по 2007 гг. S&P составляли рейтинг CGS – Corporate Governance Score, начиная с 2007 года, S&P стали публиковать рейтинг GAMMA – Governance, Management, Accountability, Metrics and Analysis. Первый рейтинг, CGS, основывался на таких группах характеристик, как защита прав акционеров и других стейкхолдеров, структура собственности, состав совета директоров и процедуры его работы, а также прозрачность деятельности компании. Для составления рейтинга использовалась не только публичная информация, но и внутренняя информация, предоставленная самими компаниями. Более того, данный рейтинг носил коммерческий характер, компании оплачивали собственное участие в рейтинге, и оцениваемая компания сама принимала решение о публикации результата рейтинговой оценки. В связи с этим можно сделать вывод, что в итоговый рейтинг вошли компании, следующие лучшим практикам корпоративного управления на рассматриваемом периоде. Модифицированный в 2007 году рейтинг GAMMA также включил в себя главным образом две компоненты: компоненту, описывающую характеристики собственности компании, а также компоненту, описывающую права акционеров. Среди характеристик собственности компании можно выделить структуру собственности, наличие связанности между акционерами, наличие договоров между связанными собственниками, роль институциональных инвесторов и доля менеджеров. Вторая компонента касается широкого спектра вопросов относительно процедур собраний акционеров, прав и процедур голосования и избрания новых членов советов директоров, положений, защищающих компанию от недружественных поглощений, систем раскрытия информации, аудита и управления рисками, состава совета директоров, принципов его работы, участия совета директоров в стратегическом процессе, а также касательно компенсаций членам совета директоров и менеджменту [Ивашковская, Степанова, Кокорева, 2015].

Так как для проводимого исследования важна возможность рыночной оценки ценности, а также необходим доступ к информации о корпоративном управлении, в конечном итоге в выборку были включены 116 компаний, по которым удалось собрать все необходимые данные. В выборку не были включены банки и иные финансовые институты ввиду наличия определенных особенностей в их функционировании. Охватывая упомянутый временной промежуток, в конечном итоге было получено 519 наблюдений. Число наблюдений не

равняется произведению количества компаний на количество лет, так как компании, как уже было отмечено, включались в выборку исходя из результатов составления рейтинга: не все компании включались в рейтинг ежегодно на протяжении всего рассматриваемого временного периода. В среднем, ежегодно в рейтинг входило 58 российских компаний.

Прежде всего стоит рассмотреть насколько распространена занятость среди российских директоров по сравнению с рынками других стран. В Америке, к примеру, максимальное число позиций, занимаемых членами советов директоров, согласно исследованиям (см. напр.: [Ferris et al., 2003; Cashman, Gillan, Jun, 2012]), составляет 10-11 постов. В Турции, причисляемой к развивающимся рынкам, более 7 позиций занимает 33,5% директоров, в то время как в России больше 7 позиций занимают 16% директоров. Большее число совмещаемых позиций характерно для индийских компаний, где достаточно сильно распространено совмещение от 10 до 20 директорских позиций [Sarkar, Sarkar, 2009], что может объясняться национальными и институциональными особенностями страны. Получается, что в России совмещение большого числа директорских позиций не так распространено, как на развивающихся рынках, однако при этом есть примеры, когда количество позиций, занимаемых директором, превышает максимальные цифры, характерные для развитых рынков.

В среднем член совета директоров, внешний директор в том числе, занимает только 2 дополнительные позиции в советах директоров других компаний. Согласно принятому в исследовании определению, занятым директором является тот член совета директоров, который занимает три и более позиций, таким образом можно сделать вывод, что среднестатистический российский директор не является занятым. В Турции, к примеру, директора занимают в среднем на одну позицию больше – 3 директорских места [Arioglu, Kaya, 2014], в Германии это число также составляет три позиции [Andres, Bongard, Lehmann, 2013]. Для американских компаний, входящих в индекс S&P 500, среднее число позиций составляет 2, в то время как для компаний, не входящих в этот индекс, среднее количество позиций чуть меньше – 1,5 [Cashman, Gillan, Jun, 2012], однако если говорить о среднем количестве позиций, занимаемых внешними директорами, в Америке эта величина составляет 3 позиции.

При этом заметна бóльшая разница, если сравнивать показатель максимального числа позиций, занимаемых членами советов директоров. К примеру, по данным описываемого исследования, в среднем максимальное число позиций члена советов директоров составляет 8 позиций, в то время как на выборке из американских компаний это число равняется 3

позициям. На выборке российских компаний зафиксированное максимальное число директорских позиций составляет впечатляющие 47 позиций, а среди американских членов советов директоров максимум составляет 11 позиций, что уже было отмечено выше.

Следует также рассмотреть, как менялась ситуация с занятостью членов совета директоров по годам рассматриваемого временного промежутка. На рис. 1 представлена динамика изменения среднего числа занимаемых позиций как любым членом совета директоров, так и внешним директором по годам.



Рис. 1. Динамика изменения среднего числа занимаемых позиций членами совета директоров и внешними директорами, 2002-2010 гг.

Можно заметить, что среднее число занимаемых позиций было примерно на одном уровне в 2006 и 2009 годах, при этом в 2007 году число позиций заметно сократилось. Возможно, это можно объяснить приближающимся кризисом: как со стороны компаний, так и со стороны самих директоров ощущалась необходимость особой концентрации на деятельности компаний в нелегкие времена. Можно также предположить, что нагрузка в такие моменты на директоров росла, что вынуждало их отказываться от дополнительных позиций ввиду нехватки времени. Если смотреть в абсолютных цифрах, среднее число занимаемых позиций в течение рассматриваемого периода изменилось не сильно: оно выросло от двух

занимаемых позиций до почти трёх. Также стоит отметить, что само направление изменения среднего числа позиций, занимаемых любым членом совета директоров, и среднего числа позиций внешнего директора практически идентично, также в среднем всё-таки число позиций внешнего директора меньше, чем число позиций, занимаемых любым директором.

На рис. 2 отображена динамика изменения максимального числа позиций, занимаемых членами советов директоров, а также исполнительными директорами.



Рис. 2. Динамика изменения максимального числа занимаемых позиций членами СД и исполнительными директорами, 2002-2010 гг.

Согласно рис. 2, в период 2003-2005 гг. максимальное число позиций, занимаемых любым членом совета директоров росло, в то время как максимальное число позиций, занимаемых исполнительным директором падало. Более того, заметно, что число позиций, совмещаемых исполнительным директором значительно ниже на протяжении всего рассматриваемого временного отрезка. Такой результат можно назвать очевидным, так как исполнительный директор, как правило, больше вовлечен в деятельность компании, а значит он должен больше времени уделять одной конкретной компании, что впоследствии

ограничивает возможность занимать одновременно большое количество позиций в разных компаниях. Также можно предположить, что акционеры, осуществляя избрание в совет директоров, обращают более пристальное внимание на занятость исполнительных директоров, осознавая важность их работы. Вновь в 2006 году можно было наблюдать наибольшее значение среднего максимального числа позиций, так, это число составило 10 дополнительных позиций, если речь идет о любом члене совета директоров, и 3 дополнительных позиции для исполнительного директора.

Наконец, также стоит рассмотреть, как менялась доля занятых директоров от всех директоров, включенных в выборку по годам. Данная информация представлена на рис. 3.



Рис. 3. Динамика изменения средней доли занятых директоров в составе совета директоров, 2002-2010 гг.

В целом доля занятых директоров в составе совета директоров растёт, при этом наибольшей в рассматриваемом временном периоде доля была в 2009 году: в среднем 39% членов совета директоров являлись занятыми. При этом стоит отметить, что в среднем ни в одном из годов доля не превышала 50%, то есть больше половины членов совета директоров в российских компаниях на рассматриваемом временном промежутке не являлись занятыми, а значит, занимали одну или две дополнительных позиций или же являлись членом совета

директоров лишь одной компании. Из этого можно сделать вывод о том, что привлечение в совет директоров занятых директоров в России распространено не сильно. Из всех 519 наблюдений доля занятых директоров превысила половину лишь для 151 компании-лет, то есть только в 29% случая занятых директоров было больше половины в составе совета директоров.

Описательная статистика рассматриваемых переменных представлена в таблице 3 (см. приложение 1).

Таблица 3

Описательная статистика переменных

Переменная	Количество наблюдений	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
BUSYD	519	2.48	2.46	0	13.67
Q	505	1.213	0.898	0.144	10.405
ROA	519	0.075	0.091	-0.194	0.410
BD	519	10.293	2.116	5	17
SIZE	519	17.899	1.423	13.237	22.781
LEV	519	0.367	0.218	0.000	0.978
AGE	519	28.894	35.196	1	165

Стоит отметить, что количество наблюдений для коэффициента Тобина составило 505 наблюдений в связи с удалением из выборки выбросов. Средний показатель Q Тобина для описанной выборки составляет 1,213, что является достаточно хорошим результатом деятельности компаний, это значит, что рыночная стоимость компании и величина долга превосходят балансовую стоимость активов в 1,21 раз, в то же время показатель рентабельности активов в среднем составляет 7,5%.

Если говорить о размере совета директоров, то в России в среднем совет директоров состоит из 10 человек, минимальный состав – 5 человек, что установлено Федеральным законом «Об акционерных обществах», максимальный состав – 17 человек. Для крупных американских компаний характерен совет директоров, состоящий в среднем из 11-12 человек, для немецких компаний – 14 человек, для бразильских, а также для турецких компаний – 7 человек. В рассматриваемой выборке присутствуют как достаточно молодые компании, так и компании, осуществляющую деятельность более чем полтора века.

3.3. Результаты эконометрического анализа

Как уже было сказано выше, в исследовании для измерения результативности выбрано два показателя: рентабельность активов и коэффициент Тобина. Также для описания занятости членов советов директоров было выбрано 4 показателя: среднее число дополнительных директорских позиций на совет директоров, среднее число директорских позиций внешних директоров, максимальное число директорских позиций, занимаемое любым членом совета директоров, и максимальное число позиций, занимаемое исполнительным директором.

Прежде всего проведем анализ на выявление нелинейной взаимосвязи между занятостью членов советов директоров и результативностью компаний, измеренной при помощи показателя рентабельности активов. В таблице 4 представлены результаты данного регрессионного анализа (также см. приложения 2-6). На первом этапе была построена базовая модель (столбец 1), чтобы проанализировать взаимосвязь рентабельности активов с переменными, характеризующими финансово-экономическое состояние компании. После этого к переменным базовой модели были добавлены переменные, характеризующие занятость членов советов директоров, а также переменная, характеризующая размер совета директоров.

Таблица 4

Результаты регрессионного анализа (1)

Переменная	ROA				
	1	2	3	4	5
BUSYD	-	0.001	-	-	-
BUSYD2	-	-0.001	-	-	-
BUSYOUT	-	-	0.001	-	-
BUSYOUT2	-	-	-0.001	-	-
MAXD	-	-	-	0.001	-
MAXD2	-	-	-	-0.000	-
MAXEX	-	-	-	-	0.001
MAXEX2	-	-	-	-	-0.000
BD	-	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002
SIZE	0.012***	0.012***	0.012***	0.012***	0.012***
LEV	-0.033*	-0.039**	-0.039**	-0.037**	-0.037**
AGE	0.000*	0.000*	0.000*	0.000	0.000*
Cons	-0.129**	-0.105**	-0.104**	-0.102**	-0.116**
R ²	0.0449	0.0616	0.0607	0.0625	0.0508
p-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0002
N	519	519	519	519	519

Все модели, представленные в таблице 4, статистически значимы. Однако при этом обнаружено, что ни в одной из моделей не получены статистически значимые коэффициенты перед переменными, отвечающими за занятость членов совета директоров. Это говорит о том, что не представляется возможным на основе полученных результатов сделать вывод о наличии нелинейной взаимосвязи между занятостью членов советов директоров и результативностью, измеренной при помощи показателя рентабельности активов. В связи с таким результатом, принято решение о построении моделей, в которых показатели, характеризующие занятость, будут включены лишь в первой степени. Таким образом будет проверено наличие линейной взаимосвязи между занятостью и результативностью.

В таблице 5 представлены результаты регрессионного анализа, рассматривающего линейную взаимосвязь между занятостью членов совета директоров и рентабельностью активов (см. приложения 7-10).

Таблица 5

Результаты регрессионного анализа (2)

Переменная	ROA				
	1	2	3	4	5
BUSYD	-	-0.004**	-	-	-
BUSYOUT	-	-	-0.004**	-	-
MAXD	-	-	-	-0.001***	-
MAXEX	-	-	-	-	-0.001
BD	-	-0.002	-0.002	-0.002	-0.002
SIZE	0.012***	0.012***	0.012***	0.012***	0.012***
LEV	-0.033*	-0.035*	-0.035*	-0.035*	-0.036*
AGE	0.000*	0.000*	0.000*	0.000	0.000*
Cons	-0.129**	-0.109**	-0.109**	-0.106**	-0.115**
R ²	0.0449	0.0576	0.0572	0.0616	0.0493
p-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001
N	519	519	519	519	519

При построении линейных моделей также все модели оказались статистически значимы. Более того, во всех моделях за исключением четвертой переменные базовой модели являются значимыми. Также были получены значимые коэффициенты перед следующими переменными, характеризующими занятость членов совета директоров: среднее число позиций на совет директоров, среднее число позиций, занимаемых внешними директорами, а также максимальное число позиций, занимаемое любым членом совета директоров. Не значимым оказался коэффициент перед переменной, характеризующей занятость как

максимальное число позиций исполнительных директоров. Стоит отметить, что во всех трех моделях со значимыми коэффициентами перед переменными, характеризующими занятость, была получена отрицательная взаимосвязь: результативность компаний падает при увеличении занятости членов советов директоров. Подобный результат был также получен в исследованиях взаимосвязи на развитых рынках. Можно сделать следующий вывод: при увеличении занятости, операционная результативность компаний падает. При увеличении среднего числа занимаемых позиций членом совета директоров (как любым членом, так и внешним директором) на единицу, показатель рентабельности активов падает на 0.004. При увеличении максимального числа занимаемых позиций любым членом совета директоров, рентабельность активов падает на 0.001. Объяснить подобное можно гипотезой занятости: при возрастании занятости у директоров становится всё меньше времени на выполнение собственных обязанностей, эффективность их работы падает, и, как следствие, падает результативность всей компании.

Также для того, чтобы рассмотреть проблему эндогенности, было принято решение о построении моделей с включением лаговой переменной рентабельности активов и использовании для этого обобщенного метода моментов, разработанного в работе [Arellano, Bond, 1991]. В таблице 6 представлены результаты данного анализа (см. приложения 11-14).

Таблица 6

Результаты регрессионного анализа (3)

Переменная	ROA			
	1	2	3	4
BUSYD	-0.003	-	-	-
BUSYOUT	-	-0.004	-	-
MAXD	-	-	-0.000	-
MAXEX	-	-	-	-0.000
BD	0.004	0.004	0.004	0.003
SIZE	-0.012	-0.012	-0.012	-0.012
LEV	-0.111***	-0.111***	-0.111***	-0.111***
AGE	-0.001	-0.001	-0.001	-0.002
ROA _{lagged}	0.227***	0.230***	0.230***	0.226***
Cons	0.321	0.320	0.330	0.332
p-value	0.0000	0.0000	0.0001	0.0001
N	295	295	295	295

Полученные модели являются статистически значимыми, при этом коэффициенты перед переменными, характеризующими занятость членов советов директоров не являются значимыми статистически.

Перейдем к рассмотрению взаимосвязи между занятостью и таким показателем результативности, как коэффициент Тобина. Согласно исследованию [Lei, Deng, 2014], была обнаружена взаимосвязь нелинейного характера между занятостью и результативностью компаний. Нелинейный характер взаимосвязи также можно предположить исходя из описанных «эффектов» занятости: с одной стороны, результативность может повышаться, так как расширяется опыт и увеличивается сеть контактов, с другой стороны, результативность может падать, так как у директоров элементарно не хватает времени на выполнение собственных обязанностей. Не стоит также забывать, что коэффициент Тобина характеризует восприятие рынка занятости членов советов директоров. В таблице 7 представлены результаты регрессионного анализа для моделей, в которой результативность компаний измеряется при помощи коэффициента Тобина (см. приложения 15-19).

Таблица 7

Результаты регрессионного анализа (4)

Переменная	Q Тобина				
	1	2	3	4	5
BUSYD	-	-0.121***	-	-	-
BUSYD2	-	0.016***	-	-	-
BUSYOUT	-	-	-0.137***	-	-
BUSYOUT2	-	-	0.018***	-	-
MAXD	-	-	-	-0.026**	-
MAXD2	-	-	-	0.001***	-
MAXEX	-	-	-	-	-0.008
MAXEX2	-	-	-	-	0.000
BD	-	-0.027	-0.030	-0.026	-0.029
ROA	1.849***	1.976***	1.970***	1.956***	1.866***
SIZE	-0.612***	-0.522***	-0.521***	-0.455***	-0.616***
LEV	0.623***	0.613*	0.607***	0.594***	0.624***
AGE	0.100***	0.097***	0.097***	0.085***	0.100***
Cons	8.930***	7.784***	7.790***	6.838***	9.311***
R ²	0.1060	0.1407	0.1486	0.1652	0.1084
p-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
N	505	505	505	505	505

На первом этапе вновь была построена сначала базовая модель, представленная в столбце 1, после чего к переменным базовой модели были добавлены переменные, характеризующие занятость членов совета директоров. Модели по панельным данным были протестированы при помощи тестов Вальда, Бреуша-Пагана и Хаусмана, и был сделан вывод, что модель с фиксированными эффектами наиболее адекватно описывает имеющиеся эмпирические данные. Все полученные модели являются статистически значимы, переменные базовой модели также статистически значимы. При этом, если говорить о переменных занятости, статистически значимыми мы получили коэффициенты перед следующими переменными: среднее число позиций на СД, среднее число позиций, занимаемых внешним директором, и максимальное число позиций, которое занимает любой из членов СД. Коэффициент перед переменной, характеризующей максимальное число позиций, занимаемых исполнительным директором, оказалась не значимой.

В данных моделях была рассмотрена нелинейная (квадратичная) взаимосвязь и были получены коэффициенты перед квадратом переменных. Проведя анализ для модели, в которой занятость оценивается как среднее число дополнительных позиций, занимаемых членом совета директоров, было обнаружено, что меньше 75%, но больше 50% значений данной переменной больше того значения, при котором при прочих равных коэффициент Тобина прирастает на минимальную величину, поэтому можно сделать вывод о наличии нелинейной взаимосвязи.

Проведя анализ для модели, в которой занятость оценивается как среднее число дополнительных позиций, занимаемых внешним директором, было обнаружено, что практически 25% значений переменной больше того значения, при котором при прочих равных коэффициент Тобина прирастает на минимальную величину, поэтому можно сделать вывод о наличии нелинейной взаимосвязи. При среднем числе позиций, занимаемых внешним директором, равном 4 (3.806), прирост Q Тобина наименьший.

Проведя анализ для модели, в которой занятость оценивается как максимальное число дополнительных позиций, занимаемых любым из членов совета директоров, было обнаружено, что практически 25% значений переменной больше того значения, при котором при прочих равных коэффициент Тобина прирастает на минимальную величину, поэтому можно сделать вывод о наличии нелинейной взаимосвязи. При среднем максимальном числе позиций, занимаемых членом совета директоров, равном 13, прирост Q Тобина наименьший.

Согласно полученным результатам, принимается гипотеза о наличии нелинейной взаимосвязи между занятостью членов совета директоров и результативностью компаний в том случае, если результативность измеряется при помощи коэффициента Тобина. Данный результат говорит о том, что наличие незанятых директоров или наоборот «очень занятых» директоров взаимосвязано с высокой результативностью компаний, в то время как «средняя» занятость приносит не такие хорошие результаты. На первый взгляд данный результат может показаться странным, однако стоит посмотреть на этот вопрос с точки зрения восприятия рынка: согласно результатам, получается, что, когда директор занимает совсем мало позиций в разных советах директоров, рынок предполагает, что у директора достаточно времени для того, чтобы эффективно заниматься собственной деятельностью и качественно выполнять свои обязанности. В той ситуации, когда директор занимает большое количество позиций в разных советах, рынок оценивает такую ситуацию также положительно, так как считает, что тот опыт и те связи, которые есть при таком положении у директора, с легкостью могут превысить издержки от нехватки времени. Можно также предположить, что на российском рынке до сих пор очень большое значение имеют связи и знакомства, наличие широкой сети контактов может создать огромные выгоды для самого директора, а также для компании, в совете директоров которой он заседает. Данный результат не совпадает с результатом, полученным на выборке гонконгских компаний, где зависимость получалась обратная: до определенного момента результативность росла, после чего начинала падать [Lei, Deng, 2014].

Как и при анализе взаимосвязи занятости с результативностью, измеренной при помощи рентабельности активов, в модели для коэффициента Тобина также была включена лаговая переменная, и были оценены результаты при помощи обобщенного метода моментов. Результаты данного анализа представлены в таблице 8 (см. приложения 20-23).

Результаты регрессионного анализа (5)

Переменная	Q Тобина			
	1	2	3	4
BUSYD	-0.135***	-	-	-
BUSYD2	0.010**	-	-	-
BUSYOUT	-	-0.139***	-	-
BUSYOUT2	-	0.011**	-	-
MAXD	-	-	-0.027**	-
MAXD2	-	-	0.001	-
MAXEX	-	-	-	-0.040
MAXEX2	-	-	-	0.002
BD	-0.012	-0.015	-0.010	-0.014
ROA	1.695***	1.690***	1.721***	1.717***
SIZE	-0.514***	-0.501***	-0.528***	-0.554***
LEV	0.539*	0.547*	0.549*	0.538*
AGE	0.089***	0.086***	0.087***	0.080***
Qlagged	0.169**	0.170**	0.164**	0.153**
Cons	7.654***	7.492***	7.850***	8.510***
p-value	0.0000	0.0001	0.0003	0.0030
N	280	280	280	280

Интересно, что в результате включения в модель лаговой переменной, был получен незначимый коэффициент перед квадратом максимального числа позиций, занимаемых любым членом совета директоров, также получены незначимые коэффициенты перед такой переменной, характеризующей занятость, как максимальное число позиций, занимаемых исполнительным директором. Все модели являются статистически значимыми.

В предыдущих моделях значение показателя коэффициента Тобина и показателя занятости рассматривались за один промежуток времени, однако закономерно может возникнуть вопрос, успевает ли совет директоров проявить себя за тот промежуток времени, что мы рассматриваем? Что, если этого времени недостаточно, чтобы действия совета директоров отразились на результатах деятельности компании. В связи с допущением такой возможности, было принято решение рассмотреть модель, в которой показатели занятости берутся на момент времени t , а коэффициент Тобина, в свою очередь, на момент времени $t+1$. Будет ли значима взаимосвязь при таких данных? В таблице 9 представлены результаты регрессионного анализа (см. приложения 24-28).

Результаты регрессионного анализа (б)

Переменная	Q Тобина				
	1	2	3	4	5
Av_dir_by_bod	-	-0.107***	-	-	-
Av_dir_by_bod2	-	0.014***	-	-	-
Av_dir_out_dir	-	-	-0.103***	-	-
Av_dir_out_dir2	-	-	0.014***	-	-
Max_numb_any_dir	-	-	-	-0.025**	-
Max_numb_any_dir2	-	-	-	0.001***	-
Max_numb_exec_dir	-	-	-	-	0.024
Max_numb_exec_dir2	-	-	-	-	-0.001
BD	-	-0.018	-0.020	-0.017	-0.021
ROA	0.672*	0.776**	0.769**	0.754**	0.688*
SIZE	-0.397***	-0.324***	-0.329***	-0.279***	-0.390***
Leverage	0.522**	0.518***	0.521***	0.490**	0.498**
AGE	0.054***	0.053**	0.053**	0.047**	0.053**
Cons	6.499***	5.488***	5.587***	4.851***	6.580***
R ²	0.0623	0.1053	0.1072	0.1165	0.0681
p-value	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0005
N	485	485	485	485	485

Согласно результатам, представлены в таблице 9, можно сделать вывод о том, что также при рассмотрении занятости и результативности, измеренных в разные промежутки времени, взаимосвязь между тремя показателями занятости и результативностью, измеренной при помощи показателя коэффициента Тобина, является статистически значимой. Коэффициенты перед переменными в базовой модели являются значимыми, также значимыми они являются в моделях с переменными занятости. Коэффициенты перед квадратом переменной занятости являются положительными, что говорит о том, что результативность выше при либо небольшой занятости, либо при высокой занятости. Таким образом, даже если рассматривать вариант, когда результативность измеряется через год после назначения членов совета директоров, взаимосвязь между их занятостью и результативностью является значимой.

В результате, проведенный регрессионный анализ показал:

- имеет место линейная отрицательная взаимосвязь между занятостью членов советов директоров и результативностью деятельности компаний, измеренной при помощи показателя рентабельности активов;

- имеет место нелинейная взаимосвязь между занятостью членов советов директоров и финансовой результативностью, измеренной при помощи коэффициента Тобина.

3.4. Анализ полученных результатов и выводы

Полученные результаты исследования позволяют сделать выводы о наличии и направлениях взаимосвязи между занятостью членов советов директоров и результативностью компаний, причем результативность компаний рассматривается с нескольких сторон: как рентабельность активов (здесь больше речь идет об операционной результативности) и как коэффициент Q Тобина (описывается реакция рынка и восприятие рынком деятельности компании).

В рамках исследования было получено, что имеет место обратная линейная взаимосвязь между рентабельностью активов, иными словами операционной результативностью, и занятостью членов совета директоров. Данный результат согласуется с результатами, полученными в исследованиях взаимосвязи в основном на развитых рынках, например, рынках США и Европы (см. напр.: [Cashman, Gillan, Jun, 2012]). На развивающихся рынках, например, на рынках Китая и Колумбии, исследователями была обнаружена положительная взаимосвязь (см. напр.: [Gutierrez, Pombo, 2011; Li, Wang, Dong, 2013]). Результат, говорящий об отрицательной взаимосвязи, позволяет сделать вывод о том, что операционная результативность компаний повышается в ситуации, когда директора «не распыляются» на несколько компаний, а работают в одном совете директоров или в нескольких. Наличие достаточного количества времени на выполнение собственных обязанностей важнее связей и контактов с другими директорами, поскольку занятость взаимосвязана с результативностью отрицательно.

Другой результат был обнаружен при рассмотрении наличия нелинейной взаимосвязи между занятостью и результативностью, выраженной как коэффициент Тобина. Наличие нелинейной взаимосвязи подтвердилось, однако направление этой взаимосвязи не совпало с результатом, полученным в исследовании [Lei, Deng, 2014], где автор получил перевернутую U-образную связь, в то время как в данном исследовании была получена U-образная связь. Такой результат можно объяснить следующим образом: с точки зрения восприятия ситуации рынком, компания будет функционировать результативно в двух случаях: либо если директора сосредоточены на деятельности конкретной компании и «не распыляют» собственные усилия

на другие фирмы, либо же если директора имеют настолько широкие связи и контакты, что выгоды от этого перекрывают любые временные недостатки. Занятие директором «среднего» количества позиций рынок оценивает негативно, что может быть связано с тем, что рынок предполагает, что в такой ситуации директору не хватает времени на выполнение собственных обязанностей, и при этом недостаточно связей и знакомств, которые могут поспособствовать достижению компанией лучших результатов.

Если сопоставить оба полученных результата, то получается, что компаниям следует ввести ограничения на количество занимаемых позиций членами советов директоров. Даже может быть целесообразно установить ограничение на количество позиций в кодексе корпоративного управления. Наличие подобного ограничения остановит членов совета директоров от работы в большом количестве компаний и «распыления» собственных усилий, что, возможно, также поспособствует более эффективному выполнению собственных обязанностей.

Избрание в состав совета большого количества занятых директоров, даже несмотря на гипотезу репутации и широкую сеть контактов, не обязательно положительно скажется на работе компании в связи с тем, что каждый член совета директоров будет вынужден много времени уделять и работе в других компаниях. Ввиду возможности такого исхода, другой рекомендацией может быть установление требования о наличии хотя бы 3 или одной трети от состава совета «не занятых» директоров. Такая структура совета может одновременно гарантировать доступ к контактам и связям с одной стороны, а с другой стороны наличие директоров, обладающих достаточным количеством времени для эффективной работы.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Как уже ни раз было отмечено, множественность директорских позиций во взаимосвязи с результативностью компаний может рассматриваться с двух сторон: с одной стороны, занятые директора обладают огромным опытом, сетью контактов и доступом к ценным ресурсам, с другой стороны – директора могут не обладать достаточным количеством времени для эффективного выполнения собственных обязанностей. Подобного рода «неоднозначность» восприятия занятости членов совета директоров побуждает к поиску ответа на вопрос: «Взаимосвязана ли занятость директоров и результативность компаний, и если да, то каким образом?».

В рамках выпускной квалификационной работы было проведено эмпирическое исследование взаимосвязи занятости членов совета директоров и результативности деятельности российских публичных компаний, которое позволило дать ответ на поставленный вопрос. Заявленная в начале работы цель – выявить взаимосвязь между занятостью членов совета директоров и результативностью компаний – была достигнута. Для достижения данной цели были проанализированы понятие результативности компаний и подходы к ее измерению, был проведен обзор современных зарубежных и российских исследований, посвященных взаимосвязи занятости членов советов директоров и результативности компаний, было проведено само эмпирическое исследование и, наконец, были проанализированы полученные результаты.

В первой главе были описаны подходы к определению результативности, а также бухгалтерские и рыночные показатели результативности. Практически каждый показатель имеет свои преимущества и недостатки, исследователи отмечают, что для получения более релевантных результатов исследования следует делать выбор в пользу нескольких показателей, как и было сделано в настоящей работе. Для эмпирического исследования были выбраны бухгалтерский показатель рентабельности активов и рыночный показатель – коэффициент Тобина.

Вторая глава была посвящена понятию «занятого» директора, вариантам трактовки, и в рамках данного исследования занятым директором признавался тот директор, который занимает три и более внешние директорские позиции. Были рассмотрены исследования взаимосвязи занятости и результативности компаний, принадлежащих как к развитым, так и к развивающимся рынкам. Отмечено, что результаты исследований несколько рознятся, однако

этот факт можно объяснить наличием институциональных и национальных особенностей. На основе рассмотренных и проанализированных исследований была выдвинута гипотеза настоящего исследования: имеет место нелинейная взаимосвязь между занятостью членов совета директоров и результативностью деятельности российских публичных компаний.

В третьей главе представлена практическая часть работы: непосредственно само эмпирическое исследование и тестирование выдвинутой гипотезы. Исследование было проведено на выборке из 116 российских компаний, признанных лучшими с точки зрения корпоративного управления компанией Standard & Poor's, рассматриваемый период – 2002-2010 гг. В качестве показателей занятости были выбраны четыре показателя: среднее число позиций, занимаемых членом совета директоров, среднее число позиций, занимаемых внешним членом совета директоров, максимальное число позиций, занимаемых членом совета директоров, и максимальное число позиций, занимаемых исполнительным членом совета директоров. При помощи эконометрических инструментов было установлено, что имеет место обратная линейная взаимосвязь между занятостью и результативностью, измеренной при помощи показателя рентабельности активов, а также имеет место нелинейная взаимосвязь между занятостью и результативностью, измеренной при помощи коэффициента Тобина. Нелинейная взаимосвязь имеет U-образную форму, то есть результативность выше либо при низкой, либо при высокой занятости.

Результаты исследования являются уникальными, так как до этого подобного исследования на выборке из российских компаний проведено не было. Согласно полученным результатам, целесообразно установить ограничение на количество занимаемых позиций для членов совета директоров либо на уровне страны в Кодексе корпоративного управления, либо на уровне каждой компании в рамках Уставов компаний или Положений по корпоративному управлению. С другой стороны, также может быть целесообразным установление минимального количества не занятых директоров в составе совета директоров. Такой подход также может поспособствовать улучшению деятельности советов директоров и компаний в целом. Таким образом, полученные результаты могут быть полезны компаниям для решения вопросов о наиболее подходящей структуре совета директоров.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Березинец, И. В. Структура совета директоров и финансовая результативность российских открытых акционерных обществ / И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина, А. Д. Черкасская // Вестник Санкт-Петербургского государственного университета, серия Менеджмент. – 2013. – №. 3. – С. 3-52.
2. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – 7-е изд. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2014. — 1008 с.
3. Бримсон Д. Процессно-ориентированное бюджетирование. Внедрение нового инструмента управления стоимостью компании / Дж. Бримсон, Дж. Антонс, Дж. Коллинз. – М.: Вершина, 2007. – 336 с.
4. Гусев, А. А. Концепция EVA и оценка эффективности деятельности компании / А. А. Гусев // Финансовый менеджмент. – 2005. – № 1. – С. 57-66.
5. Ивашковская, И. В. Финансовая архитектура компаний. Сравнительные исследования на развитых и развивающихся рынках / И. В. Ивашковская, А. Н. Степанова, М. С. Кокорева. – М.: ИНФРА-М, 2015. – 238 с.
6. Ивашковская, И. В. Экономическая добавленная стоимость. Концепции. Подходы. Инструменты / И. В. Ивашковская, Е. Б. Кукина, И. В. Пенкина // Корпоративные финансы. – 2010. – Т. 2, № 14. – С. 103-108.
7. Ильина, Ю. Б. Индекс раскрытия информации: взаимосвязь с финансовой результативностью / Ю. Б. Ильина, И. В. Березинец, А. В. Орлова // Корпоративные финансы. – 2009. – Т. 10, № 2. – С. 28-39.
8. Ковалев, В. В. Финансовый учет и анализ / В. В. Ковалев. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 720 с.
9. Кодекс корпоративного управления // Вестник Банка России. 18 апреля 2014 г. №40 (1518). П. 2.6.3.
10. Кодекс корпоративного управления ОАО «Татнефть» [Электронный ресурс] // ПАО «Татнефть» - Главный портал Татнефть. – Режим доступа: <http://www.tatneft.ru/korporativnoe-upravlenie/upravlenie-gruppy-tatneft/printsipi-korporativnogo-upravleniya/?lang=ru> (дата обращения: 19.05.2016).
11. Лебедева, Е. ROI, или как оценивать эффективность рекламы? [Электронный ресурс] / Е. Лебедева // Сетап.ру. – 2013. – № 78. – Режим доступа: <http://www.setup.ru/client/subscription/222/> (дата обращения: 20.05.2016)

12. Лопатников, Л. И. Экономико-математический словарь. / Л. И. Лопатников. – М.: Дело, 2003. – 520 с.
13. Об акционерных обществах: федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 29.06.2015, с изм. от 29.12.2015) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/> (дата обращения: 18.05.2016).
14. Политика по разработке и утверждению рекомендаций по голосованию в отношении кандидатов в члены Совета директоров ОАО «ГМК» «Норильский никель» [Электронный ресурс] // Норильский никель. – Режим доступа: <http://www.nornik.ru/investoram/akczioneram/vnutrennie-dokumentyi> (дата обращения: 19.05.2016).
15. Седаш, Т. Н., Левицкий, С. В. Оценка финансовой результативности сделок слияний и поглощений / Т. Н. Седаш, С. В. Левицкий // Экономический анализ: теория и практика. – 2014. - № 46. – С. No 46 (397) 2014 (2015).
16. СКРИН – база данных. [Электронный ресурс] // СКРИН. – Режим доступа: <http://skrin.ru/> (дата обращения: 05.05.2016).
17. Соболева, А. А. Финансовая результативность деятельности предприятия и оценка влияющих на нее факторов / А. А. Соболева // Социально-экономические науки и гуманитарные исследования – 2016. - № 10. – С. 98-102.
18. Федотов, Ю. В. Измерение эффективности деятельности организации: особенности метода DEA (анализа свертки данных) / Ю. В. Федотов // Российский журнал менеджмента. – 2012. – Т. 10, № 2. – С. 51-62.
19. A modified version of the Lewellen and Badrinath measure of Tobin's q / D. E. Lee, J. G. Tompkins // Financial management. – 1999. – P. 20-31.
20. A re-examination of the q theory of investment using us firm data / H. Schaller // Journal of applied econometrics. – 1990. – Vol. 5, N. 4. – P. 309-325.
21. A simple approximation of Tobin's q / K. H. Chung, S. W. Pruitt // Financial management. – 1994. – P. 70-74.
22. A Sorry State of Affairs: The Problems With Financial Ratio Education / J. A. Mankin, J. J. Jewell // Academy of Educational Leadership Journal. – 2014. – Vol. 18, N. 4. – P. 195-219.
23. A survey of corporate governance / A. Shleifer, R. W. Vishny // The journal of finance. – 1997. – Vol. 52, N. 2. – P. 737-783.

24. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. / P. M. Dechow. // *Journal of accounting and economics*. – 1994. – Vol. 18, N. 1. – P. 3-42.
25. Alternative constructions of Tobin's q: An empirical comparison / S. B. Perfect, K. W. Wiles // *Journal of empirical finance*. – 1994. – Vol. 1, N. 3. – P. 313-341.
26. Are Busy Boards Detrimental? / L. Field, M. Lowry, A. Mkrtchyan // *Journal of Financial Economics*. – 2013. – Vol. 109, N. 1. – P. 63–82.
27. Are busy boards effective monitors? / E. M. Fich, A. Shivdasani // *The Journal of finance*. – 2006. – Vol. 61, N. 2. – P. 689-724.
28. Asset markets and the cost of capital / J. Tobin, W. C. Brainard // *Economic Progress, Private Values, and Public Policy*. – 1977. – P. 235-262.
29. Bank board structure and performance: Evidence for large bank holding companies / R. B. Adams, H. Mehran // *Journal of financial Intermediation*. – 2012. – Vol. 21, N. 2. – P. 243-267.
30. Bank holding company performance, risk, and “busy” board of directors / E. Elyasiani, L. Zhang // *Journal of Banking & Finance*. – 2015. – N. 60. – P. 239-251.
31. Beyond the glass ceiling: Does gender matter? / R. B. Adams, P. Funk // *Management Science*. – 2012. – Vol. 58, N. 2. – P. 219-235.
32. Board Interlocking in Brazil: Directors' Participation in Multiple Companies and Its Effect on Firm Value / R. Santos, A. da Silveira, L. Barros // *Latin American Business Review*. – 2012. – Vol. 13, N. 1. – P. 1–38.
33. Board meetings, committee structure, and firm value / I. E. Brick, N. K. Chidambaran // *Journal of corporate finance*. – 2010. – Vol. 16, N. 4. – P. 533-553.
34. Board size and corporate performance: evidence from European countries / M. J. Conyon, S. I. Peck // *The European journal of finance*. – 1998. – Vol. 4, N. 3. – P. 291-304.
35. Boards: Does one size fit all? / J. L. Coles, D. D. Naveen, L. Naveen // *Journal of financial economics*. – 2008. – Vol. 87, N. 2. – P. 329-356.
36. Busy Boards and Corporate Performance. / X. Li, J. Wang, D. Dong. // *China Finance Review International*. – 2013. – Vol. 3, N. 2. – P. 203–219.
37. Busyness and advising at Borsa Istanbul firms / E. Arioğlu, P. A. Kaya // *Borsa Istanbul Review*. – 2015. – Vol. 15, N. 2. – P. 126-136.

38. Capon, N. Toward an integrative explanation of corporate financial performance / N. Capon, J. U. Farley, S. Hoenig. – Springer Science & Business Media: Springer Netherlands, 1996. – 405 p.
39. CEO pay, firm size, and corporate performance: evidence from Canada / X. Zhou // Canadian Journal of Economics (Revue canadienne d'économique). – 2000. – Vol. 33, N. 1. – P.213-251.
40. Copeland, T. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies / T. Copeland, T. Koller, J. Murrin. – Wiley, 2000. – 490 p.
41. Corporate governance and firm performance / S. Bhagat, B. Bolton // Journal of corporate finance. – 2008. – Vol. 14, N. 3. – P. 257-273.
42. Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition / B. D. Baysinger, H. N. Butler // Journal of Law, Economics, & Organization. – 1985. – Vol. 1, N. 1. – P. 101-124.
43. Corporate Governance and the Returns on Investment / K. Gugler, D. C. Mueller, B. B. Yurtoglu // Journal of Law and Economics. – 2004. – N. 47. – P. 589–633.
44. Determinants of firm performance: The relative importance of economic and organizational factors. / G. S. Hansen, B. Wernerfelt. // Strategic management journal. – 1989. – Vol. 10, N. 5. – P. 399-411.
45. Distracted directors: Does board busyness hurt shareholder value? / A. Falato, D. Kadyrzhanova, U. Lal // Journal of Financial Economics. – 2014. – Vol. 113, N. 3. – P. 404-426.
46. Do Busy Directors and CEOs Shirk Their Responsibilities? Evidence from Mergers and Acquisitions / B. Benson, et al. // Quarterly Review of Economics and Finance. – 2014. – Vol. 55. – P. 1–19.
47. Do Multiple Directorships Increase Firm Value? Evidence from Independent Directors in Hong Kong / A. C. H. Lei, J. Deng // Journal of International Financial Management & Accounting. – 2014. – Vol. 25, N. 2. – P. 121-181.
48. Do outside directors tell the truth, the whole truth, and nothing but the truth when they resign? / K. Bar-Hava, et al. // MIT Asia Conference. – 2014.
49. Do Well-Connected Directors Affect Firm Value? / T. C. Omer, M. K. Shelley, F. M. Tice // Journal of Applied Finance. – 2014. – Vol. 24, N. 2. – P. 17-32.

50. Does EVA® beat earnings? Evidence on associations with stock returns and firm values / G. C. Biddle, R. M. Bowen, J. S. Wallace // *Journal of accounting and economics*. – 1997. – Vol. 24, N. 3. – P. 301-336.
51. Does the composition and practice of boards of directors bear any relationship to the performance of their companies? / V. Dulewicz, P. Herbert // *Corporate Governance: An International Review*. – 2004. – Vol. 12, N. 3 – P. 263-280.
52. Economic Value Added (EVA) Approach in Russia. Concepts. Approaches. Instruments / A. Sirbu // *Review of International Comparative Management*. – 2012. – Vol. 13, N. 2. – P. 305-312.
53. Economic value added (EVA™): An empirical examination of a new corporate performance measure / S. Chen, J. L. Dodd // *Journal of Managerial Issues*. – 1997. – N. 9. – P. 318-333.
54. Economic value added: A primer for European managers / D. Young // *European Management Journal*. – 1997. – Vol. 15, N. 4. – P. 335-343.
55. Estimating EVA using Compustat PC Plus / K. C. Yook // *Financial Practice and Education*. – 1999. – N. 9. – P. 33-37.
56. Ethical differences between men and women in the sales profession / L. M. Dawson // *Journal of Business Ethics*. – 1997. – Vol. 16, N. 11. – P. 1143-1152.
57. EVA & MVA as performance measures and signals for strategic change / K. Lehn, A. K. Makhija // *Strategy & Leadership*. – 1996. – Vol. 24, N. 3. – P. 34-38.
58. Evaluating q as an Alternative to the Rate of Return in Measuring Profitability / H. McFarland // *The Review of Economics and Statistics*. – 1988. – P. 614-622.
59. EVA™: Fact and Fantasy / G. B. Stewart // *Journal of Applied Corporate Finance*. – 1994. – P. 71-84
60. Experience-based human capital and social capital of outside directors / Y. Y. Kor, C. Sundaramurthy // *Journal of Management*. – 2009. – N. 35. – P. 981-1006.
61. Factors Affecting the Number of Outside Directorships Held by CEOs / J. Booth, D. Deli // *Journal of Financial Economics*. – 1996. – Vol. 40, N. 1. – P. 91–104.
62. G. T. Friedlob Essentials of corporate performance measurement / G. T. Friedlob, L. L. F. Schleifer, F. J. Plewa, Jr. – Vol. 19. – John Wiley & Sons, 2002. – 224 p.
63. Getting value from strategic planning: The conference board's 1989 strategic planning conference / B. C. Reimann // *Planning Review*. – 1989. – Vol. 17, N. 2. – P. 40-47.
64. Going overboard? On busy directors and firm value / G. D. Cashman, S. L. Gillan, C. Jun // *Journal of Banking & Finance*. – 2012. – Vol. 36, N. 12. – P. 3248-3259.

65. Hagel, J., Brown, J. S., Davison L. The best way to measure company performance [Электронный ресурс] / J. Hagel, J. S. Brown, L. Davison // HBR blog network. – 2010. – Режим доступа: <https://hbr.org/2010/03/the-best-way-to-measure-compan.html/> (дата обращения: 18.05.2016)
66. Higher market valuation of companies with a small board of directors / D. Yermack // Journal of financial economics. – 1996. – Vol. 40, N. 2. – P. 185-211.
67. How chartered financial analysts view financial ratios / C. Gibson // Financial Analysts Journal. – 1987. – Vol. 43, N. 3. – P. 74-76.
68. Independent Director Incentives: Where Do Talented Directors Spend Their Limited Time and Energy? / R. Masulis, S. Mobbs // Journal of Financial Economics. – 2014. – Vol. 111, N. 2. – P. 406–429.
69. Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance / M. Hutchinson, F. A. Gul // Journal of Corporate Finance. – 2004. – Vol. 10, N. 4. – P. 595-614.
70. Investor protection and corporate governance / R. La Porta, et al. // Journal of financial economics. – 2000. – Vol. 58, N. 1. – P. 3-27.
71. Is Busy Really Busy? Board Governance Revisited / C. Andres, I. Bongard, M. Lehmann // Journal of Business, Finance and Accounting. – 2013. – Vol. 40, N. 9. – P. 1221–1246.
72. Kennerley, M., Neely, A. Performance measurement frameworks: A review. / M. Kennerley, A. Neely. – Cambridge University Press: Cambridge, 2007. – 143–162 p.
73. Larger board size and decreasing firm value in small firms / T. Eisenberg, S. Sundgren, M. T. Wells // Journal of financial economics. – 1998. – Vol. 48, N. 1. – P. 35-54.
74. Maximizing shareholder value at the private company / P. T. Finegan // Journal of Applied Corporate Finance. – 1991. – Vol. 4, N. 1. – P. 30-45.
75. Multiple Board Appointments and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India. / J. Sarkar, S. Sarkar. // Pacific-Basin Finance Journal. – 2009. – Vol. 17, N. 2. – P. 271–293.
76. Multiple Directorships and Acquirer Returns / S. Ahn, P. Jiraporn, Y. Kim // Journal of Banking and Finance. – 2010. – Vol. 34, N. 9. – P. 2011–2026.
77. Multiple Directorships and the Performance of Mergers & Acquisitions / L.-Y. Chen, J.-H. Lai, C. Chen // The North American Journal of Economics and Finance. – 2015. – Vol. 33. – P. 178–198.

78. Neely, A. Business Performance Measurement: Unifying Theory and Integrating Practice. / A. Neely. – 2nd ed. – Cambridge University Press: Cambridge, 2007. – 528 p.
79. Outside directors and CEO turnover / M. S. Weisbach // Journal of financial Economics. – 1988. – N. 20. – P. 431-460.
80. Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups / C. Pombo, L. H. Gutiérrez // Journal of Economics and Business. – 2011. – Vol. 63, N. 4. – P. 251-277.
81. Parmenter, D. Key Performance Indicators / D. Parmenter. – Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2007. – 255 p.
82. Prakash, Om. The theory and working of state corporations: with special reference to India. / Om. Prakash. – Orient Longman, 1971. – 272 p.
83. Reimann, B. C. Managing for value: A guide to value-based strategic management / B. C. Reimann. – Blackwell Pub, 1990. – 240 p.
84. Return on Equity: a popular, but flawed measure of corporate financial performance / E. du Toit, J. de Wet // South African Journal of Business Management. – 2007. – Vol. 38, N. 1. – P. 59-69.
85. Return on Investment Multipliers / A. E. Grunewald, T. G. Sullivan // Management International Review. – 1972. – P. 57-64.
86. S&P Global [Электронный ресурс] // Standard & Poor's. – Режим доступа: https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home (дата обращения: 10.05.2016)
87. Separation of ownership and control / E. F. Fama, M. C. Jensen // The Journal of Law & Economics. – 1983. – Vol. 26, N. 2. – P. 301-325.
88. Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment / J. Pfeffer // Administrative science quarterly. – 1972. – P. 218-228.
89. Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value / Y. T. Mak, Y. Kusnadi // Pacific-Basin Finance Journal. – 2005. – Vol. 13, N. 3. – P. 301-318.
90. Stewardship theory and board structure: A contingency approach. / M. Muth, L. Donaldson // Corporate Governance: An International Review. – 1998. – Vol. 6 N. 1. – P. 5-28.
91. Strategic determinants of executive compensation in small publicly traded firms / L. L. Carr // Journal of Small Business Management. – 1997. – Vol. 35, N. 3. – P. 1-12.

92. The active board of directors and performance of the large publicly traded corporation / I. M. Millstein, P. W. MacAvoy // *Columbia Law Review*. – 1998. – P. 1283-1322.
93. The Combined Code on Corporate Governance // Financial Reporting Council. London. – 2003.
94. The differential effects of classified boards on firm value / S. Ahn, K. Shrestha // *Journal of Banking & Finance*. – 2013. – Vol. 37, N. 11. – P. 3993-4013.
95. The Effect of Return on Equity (ROE) and Return on Investment (ROI) on Trading Volume / S. Ichsani, A. R. Suhardi // *Procedia-Social and Behavioral Sciences*. – 2015. – N. 211. – P. 896-902.
96. The effects of board composition and direct incentives on firm performance / B. E. Hermalin, M. S. Weisbach // *Financial management*. – 1991. – P. 101-112.
97. The endogeneity of managerial compensation in firm valuation: A solution / D. Palia // *Review of Financial Studies*. – 2001. – Vol. 14, N. 3. – P. 735-764.
98. The impact of board size on firm performance: evidence from the UK / P. M. Guest // *The European Journal of Finance*. – 2009. – Vol. 15, N. 4. – P. 385-404.
99. The impact of intangible capital on Tobin's q in the semiconductor industry / P. Megna, M. Klock // *The American Economic Review*. – 1993. – Vol. 83, N. 2. – P. 265-269.
100. The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance / S. Bhagat, B. Black // *Journal of Corporation Law*. – 2001. – N. 27. – P. 231-274.
101. The true value of EVA / J. M. Griffith // *Journal of applied finance*. – 2004. – Vol. 14, N. 2. – P. 25-29.
102. Thomson, W. *Treatise on natural philosophy, part I.* / K. W. Thomson, P. G. Tait. – Oxford, Clarendon press, 1867. – 727 p.
103. Thorpe, R. *Performance Management: Multidisciplinary Perspectives.* / R. Thorpe, J. Holloway. – Palgrave Macmillan: N. Y., 2008. – 331 p.
104. Tobin's q ratio and industrial organization / E. B. Lindenberg, S. A. Ross // *Journal of business*. – 1981. – P. 1-32.
105. Tobin's q, corporate diversification and firm performance / L. H. P. Lang, R. M. Stulz // *Journal of Political Economy*. – 1994. – N. 102. – P. 383-412.
106. Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors With Multiple Board Appointments / S. Ferris, M. Jagannathan, A. Pritchard // *Journal of Finance*. – 2003. – Vol. 58, N. 3. – P. 1087–1111.

107. Too Busy to Show Up? Analysis of Directors' Absences / P. Jiraporn, et al. // Quarterly Review of Economics and Finance. – 2009. – Vol. 49, N. 3. – P. 1159–1171.
108. Tsoutsoura, M. Corporate Social Responsibility and Financial Performance [Электронный ресурс] / M. Tsoutsoura // Center for Responsible Business. Working Paper Series. – 2004. – N. 7. – Режим доступа: <http://www.repositories.cdlib.org/crb/wps/7/> (дата обращения: 14.05.2016).
109. Verweire, K. Integrated Performance Management: A Guide to Strategy Implementation. / K. Verweire, L. V. den Berghe. – SAGE Publications Ltd., 2005. – 352 p.
110. Wealth creation and managerial pay: MVA and EVA as determinants of executive compensation / A. Fatemi, A. S. Desai, J. P. Katz // Global Finance Journal. – 2003. – Vol. 14, N. 2. – P. 159-179.
111. What is your ROA? An investigation of the many formulas for calculating return on assets / J. J. Jewell, J. A. Mankin // Academy of Educational Leadership Journal. – 2011. – N. 15. – P. 79-91.
112. Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis / C. Post, K. Byron // Academy of Management Journal. – 2015. – Vol. 58, N. 5. – P. 1546-1571.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1. Описательная статистика переменных

```
. sum busyd age size bd lev roa
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
busyd	519	2.483692	2.455488	0	13.63636
age	519	28.89403	35.19584	1	165
size	519	17.89925	1.422588	13.23689	22.78097
bd	519	10.29287	2.116074	5	17
lev	519	.3665628	.2181506	.0004329	.9779924
roa	519	.0749638	.0910033	-.1941315	.4103724
q	505	1.212873	.897832	.1444284	10.40513

Приложение 2. Результаты регрессионного анализа для модели с ROA (базовая модель)

Source	SS	df	MS	Number of obs = 519		
Model	.192828364	3	.064276121	F(3, 515) = 8.08		
Residual	4.09703795	515	.007955414	Prob > F = 0.0000		
Total	4.28986632	518	.008281595	R-squared = 0.0449		
				Adj R-squared = 0.0394		
				Root MSE = .08919		

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0333943	.0180118	-1.85	0.064	-.06878	.0019913
age	.0001995	.0001121	1.78	0.076	-.0000207	.0004198
size	.0117609	.0027678	4.25	0.000	.0063234	.0171984
_cons	-.1290711	.0507402	-2.54	0.011	-.2287543	-.0293879

Приложение 3. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с ROA (показатель занятости – среднее число позиций, занимаемых членом совета директоров)

Source	SS	df	MS	Number of obs = 519		
Model	.264355655	6	.044059276	F(6, 512) = 5.60		
Residual	4.02551066	512	.007862326	Prob > F = 0.0000		
Total	4.28986632	518	.008281595	R-squared = 0.0616		
				Adj R-squared = 0.0506		
				Root MSE = .08867		

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0385911	.018312	-2.11	0.036	-.074567	-.0026151
age	.000196	.0001121	1.75	0.081	-.0000243	.0004163
size	.0118716	.0028145	4.22	0.000	.0063421	.017401
bd	-.0019142	.0019063	-1.00	0.316	-.0056594	.0018309
busyd	.0013242	.0037648	0.35	0.725	-.0060722	.0087207
busyd2	-.0006246	.0004217	-1.48	0.139	-.001453	.0002039
_cons	-.1050191	.052175	-2.01	0.045	-.2075225	-.0025156

Приложение 4. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с ROA (показатель занятости – среднее число позиций, занимаемых внешним членом совета директоров)

Source	SS	df	MS	Number of obs = 519		
Model	.26031478	6	.043385797	F(6, 512) = 5.51		
Residual	4.02955154	512	.007870218	Prob > F = 0.0000		
Total	4.28986632	518	.008281595	R-squared = 0.0607		
				Adj R-squared = 0.0497		
				Root MSE = .08871		

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.038521	.0183133	-2.10	0.036	-.0744995	-.0025425
age	.0001969	.0001123	1.75	0.080	-.0000237	.0004175
size	.0118044	.0028097	4.20	0.000	.0062845	.0173243
bd	-.0018983	.0019005	-1.00	0.318	-.0056321	.0018355
busyout	.0009747	.0038527	0.25	0.800	-.0065943	.0085437
busyout2	-.0006076	.0004386	-1.39	0.167	-.0014693	.0002541
_cons	-.1042891	.0522327	-2.00	0.046	-.2069058	-.0016724

Приложение 5. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с ROA (показатель занятости – максимальное число позиций, занимаемых членом совета директоров)

Source	SS	df	MS	Number of obs = 519		
Model	.268041607	6	.044673601	F(6, 512) = 5.69		
Residual	4.02182471	512	.007855126	Prob > F = 0.0000		
Total	4.28986632	518	.008281595	R-squared = 0.0625		
				Adj R-squared = 0.0515		
				Root MSE = .08863		

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0372144	.0182996	-2.03	0.043	-.073166	-.0012629
age	.0001748	.0001126	1.55	0.121	-.0000465	.000396
size	.0118889	.0028295	4.20	0.000	.0063301	.0174477
bd	-.0018401	.0018984	-0.97	0.333	-.0055698	.0018896
maxd	-.0006489	.0011136	-0.58	0.560	-.0028367	.0015388
maxd2	-.0000235	.0000335	-0.70	0.482	-.0000893	.0000422
_cons	-.1022605	.0524225	-1.95	0.052	-.2052503	.0007292

Приложение 6. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с ROA (показатель занятости – максимальное число позиций, занимаемых исполнительным членом совета директоров)

Source	SS	df	MS	Number of obs = 519		
Model	.218034676	6	.036339113	F(6, 512) = 4.57		
Residual	4.07183164	512	.007952796	Prob > F = 0.0002		
Total	4.28986632	518	.008281595	R-squared = 0.0508		
				Adj R-squared = 0.0397		
				Root MSE = .08918		

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.036869	.0183105	-2.01	0.045	-.072842	-.000896
age	.0002003	.000113	1.77	0.077	-.0000218	.0004223
size	.0123262	.0028105	4.39	0.000	.0068048	.0178477
bd	-.0021262	.0019157	-1.11	0.268	-.0058897	.0016374
maxex	.0007885	.002238	0.35	0.725	-.0036084	.0051854
maxex2	-.000118	.0001307	-0.90	0.367	-.0003748	.0001387
_cons	-.115518	.0523897	-2.20	0.028	-.2184432	-.0125929

Приложение 7. Результаты регрессионного анализа для линейной модели с ROA (показатель занятости – среднее число позиций, занимаемых членом совета директоров)

Source	SS	df	MS	Number of obs = 519		
Model	.247108878	5	.049421776	F(5, 513) = 6.27		
Residual	4.04275744	513	.007880619	Prob > F = 0.0000		
Total	4.28986632	518	.008281595	R-squared = 0.0576		
				Adj R-squared = 0.0484		
				Root MSE = .08877		

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0349528	.0181676	-1.92	0.055	-.0706449	.0007392
age	.0001951	.0001123	1.74	0.083	-.0000254	.0004157
size	.0124884	.0027868	4.48	0.000	.0070135	.0179634
bd	-.0022559	.0018945	-1.19	0.234	-.0059778	.001466
busyd	-.003728	.0015949	-2.34	0.020	-.0068614	-.0005946
_cons	-.1089169	.0521692	-2.09	0.037	-.2114084	-.0064254

Приложение 8. Результаты регрессионного анализа для линейной модели с ROA (показатель занятости – среднее число позиций, занимаемых внешним членом совета директоров)

Source	SS	df	MS	Number of obs = 519		
Model	.245210224	5	.049042045	F(5, 513) = 6.22		
Residual	4.04465609	513	.00788432	Prob > F = 0.0000		
Total	4.28986632	518	.008281595	R-squared = 0.0572		
				Adj R-squared = 0.0480		
				Root MSE = .08879		

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0351662	.0181688	-1.94	0.053	-.0708605	.0005282
age	.0001938	.0001123	1.73	0.085	-.0000269	.0004145
size	.0123362	.0027858	4.43	0.000	.0068632	.0178092
bd	-.0021092	.0018961	-1.11	0.267	-.0058343	.001616
busyout	-.0038314	.001677	-2.28	0.023	-.007126	-.0005369
_cons	-.1085022	.0521907	-2.08	0.038	-.2110361	-.0059684

Приложение 9. Результаты регрессионного анализа для линейной модели с ROA (показатель занятости – максимальное позиций, занимаемых членом совета директоров)

Source	SS	df	MS	Number of obs = 519		
Model	.264154693	5	.052830939	F(5, 513) = 6.73		
Residual	4.02571162	513	.007847391	Prob > F = 0.0000		
Total	4.28986632	518	.008281595	R-squared = 0.0616		
				Adj R-squared = 0.0524		
				Root MSE = .08859		

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0354541	.0181188	-1.96	0.051	-.0710502	.000142
age	.0001763	.0001125	1.57	0.118	-.0000448	.0003974
size	.0122579	.002779	4.41	0.000	.0067983	.0177176
bd	-.001913	.0018947	-1.01	0.313	-.0056353	.0018093
maxd	-.0013527	.0004888	-2.77	0.006	-.002313	-.0003924
_cons	-.106255	.0520884	-2.04	0.042	-.2085878	-.0039221

Приложение 10. Результаты регрессионного анализа для линейной модели с ROA (показатель занятости – максимальное позиций, занимаемых исполнительным членом совета директоров)

Source	SS	df	MS	Number of obs = 519		
Model	.21154671	5	.042309342	F(5, 513) = 5.32		
Residual	4.07831961	513	.007949941	Prob > F = 0.0001		
Total	4.28986632	518	.008281595	R-squared = 0.0493		
				Adj R-squared = 0.0400		
				Root MSE = .08916		

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lev	-.0357223	.0182632	-1.96	0.051	-.0716022	.0001575
age	.0002091	.0001126	1.86	0.064	-.000012	.0004303
size	.0124634	.0028058	4.44	0.000	.006951	.0179757
bd	-.0023168	.0019037	-1.22	0.224	-.0060568	.0014232
maxex	-.0010041	.0010343	-0.97	0.332	-.003036	.0010278
_cons	-.1149684	.0523767	-2.20	0.029	-.2178676	-.0120691

Приложение 11. Результаты регрессионного анализа для линейной модели с ROA и лаговой переменной ROA (показатель занятости – среднее число позиций, занимаемых членом совета директоров)

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation		Number of obs	=	295
Group variable: comp		Number of groups	=	83
Time variable: t				
		Obs per group:	min =	1
			avg =	3.554217
			max =	7
Number of instruments = 34		Wald chi2(6)	=	29.77
		Prob > chi2	=	0.0000
One-step results				

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
roa						
L1.	.2268893	.0806123	2.81	0.005	.0688922	.3848865
busyd	-.0032767	.0032428	-1.01	0.312	-.0096324	.003079
bd	.0036543	.0058215	0.63	0.530	-.0077556	.0150643
size	-.0115696	.0193137	-0.60	0.549	-.0494237	.0262845
age	-.0013724	.0038522	-0.36	0.722	-.0089225	.0061778
lev	-.1113976	.0317738	-3.51	0.000	-.1736731	-.0491221
_cons	.3205158	.2771177	1.16	0.247	-.2226249	.8636565

Приложение 12. Результаты регрессионного анализа для линейной модели с ROA и лаговой переменной ROA (показатель занятости – среднее число позиций, занимаемых внешним членом совета директоров)

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation		Number of obs	=	295	
Group variable: comp		Number of groups	=	83	
Time variable: t					
		Obs per group:	min =	1	
			avg =	3.554217	
			max =	7	
Number of instruments = 34		Wald chi2(6)	=	29.90	
		Prob > chi2	=	0.0000	
One-step results					
roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
roa					
L1.	.2295228	.0808047	2.84	0.005	.0711485 .3878971
busyout	-.0036905	.0033916	-1.09	0.277	-.010338 .002957
bd	.0035947	.0058228	0.62	0.537	-.0078178 .0150071
size	-.011674	.0193245	-0.60	0.546	-.0495494 .0262013
age	-.0012717	.0038627	-0.33	0.742	-.0088425 .006299
lev	-.1111702	.0318048	-3.50	0.000	-.1735064 -.0488339
_cons	.3196428	.2772866	1.15	0.249	-.2238289 .8631145

Приложение 13. Результаты регрессионного анализа для линейной модели с ROA и лаговой переменной ROA (показатель занятости – максимальное число позиций, занимаемых членом совета директоров)

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation		Number of obs	=	295	
Group variable: comp		Number of groups	=	83	
Time variable: t					
		Obs per group:	min =	1	
			avg =	3.554217	
			max =	7	
Number of instruments =		34	Wald chi2(6)	=	28.96
			Prob > chi2	=	0.0001
One-step results					
roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
roa					
L1.	.2295224	.0811326	2.83	0.005	.0705055 .3885393
maxd	-.0003834	.0009834	-0.39	0.697	-.0023108 .001544
bd	.0036393	.0058593	0.62	0.535	-.0078446 .0151233
size	-.0121864	.0193639	-0.63	0.529	-.0501389 .025766
age	-.0014773	.0039117	-0.38	0.706	-.009144 .0061895
lev	-.1118187	.0318469	-3.51	0.000	-.1742375 -.0494
_cons	.3298813	.2775308	1.19	0.235	-.2140691 .8738318

Приложение 14. Результаты регрессионного анализа для линейной модели с ROA и лаговой переменной ROA (показатель занятости – максимальное число позиций, занимаемых исполнительным членом совета директоров)

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation		Number of obs	=	295		
Group variable: comp		Number of groups	=	83		
Time variable: t						
		Obs per group:	min =	1		
			avg =	3.554217		
			max =	7		
Number of instruments = 34		Wald chi2(6)	=	28.81		
		Prob > chi2	=	0.0001		
One-step results						
roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
roa						
L1.	.2257924	.0809323	2.79	0.005	.067168	.3844168
maxex	-.0001794	.0018395	-0.10	0.922	-.0037848	.003426
bd	.003443	.0058382	0.59	0.555	-.0079996	.0148856
size	-.0117705	.0193374	-0.61	0.543	-.0496711	.0261301
age	-.0018034	.0038211	-0.47	0.637	-.0092926	.0056858
lev	-.1119571	.031846	-3.52	0.000	-.1743741	-.0495401
_cons	.3319916	.277245	1.20	0.231	-.2113986	.8753818

Приложение 15. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина (базовая модель)

Fixed-effects (within) regression		Number of obs	=	505
Group variable: comp		Number of groups	=	116
R-sq: within	= 0.1060	Obs per group: min	=	1
between	= 0.0110	avg	=	4.4
overall	= 0.0003	max	=	9
		F(4,385)	=	11.41
corr(u_i, Xb) = -0.9828		Prob > F	=	0.0000

q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa	1.848943	.4952912	3.73	0.000	.8751292	2.822758
lev	.6234826	.2325457	2.68	0.008	.1662641	1.080701
age	.0992749	.0243714	4.07	0.000	.0513572	.1471925
size	-.6115896	.1243481	-4.92	0.000	-.856076	-.3671032
_cons	8.929907	1.750682	5.10	0.000	5.487811	12.372
sigma_u	3.7706794					
sigma_e	.64958352					
rho	.97117764	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u i=0:	F(115, 385) =	4.36	Prob > F = 0.0000
------------------------	---------------	------	-------------------

Приложение 16. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина
(показатель занятости – среднее число позиций, занимаемых членом совета директоров)

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      505
Group variable: comp                  Number of groups =      116

R-sq:  within = 0.1407                  Obs per group:  min =       1
      between = 0.0121                      avg =       4.4
      overall  = 0.0005                      max =       9

corr(u_i, Xb) = -0.9811                  F(7,382)        =      8.93
                                      Prob > F          =      0.0000
```

q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa	1.976189	.4896078	4.04	0.000	1.013525	2.938853
lev	.6130561	.2289701	2.68	0.008	.1628565	1.063256
age	.0965196	.0247043	3.91	0.000	.0479462	.145093
size	-.522033	.1252208	-4.17	0.000	-.7682414	-.2758246
bd	-.0268959	.0344339	-0.78	0.435	-.0945996	.0408079
busyd	-.120725	.0458442	-2.63	0.009	-.2108635	-.0305865
busyd2	.01575	.0044314	3.55	0.000	.0070371	.0244629
_cons	7.783744	1.801631	4.32	0.000	4.241389	11.3261
sigma_u	3.6480322					
sigma_e	.63934729					
rho	.97019991	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(115, 382) = 3.88 Prob > F = 0.0000

Приложение 17. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина
(показатель занятости – среднее число позиций, занимаемых внешним членом совета директоров)

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      505
Group variable: comp                  Number of groups =      116

R-sq:  within = 0.1486                  Obs per group:  min =       1
      between = 0.0124                      avg =       4.4
      overall  = 0.0006                      max =       9

corr(u_i, Xb) = -0.9812                  F(7,382)        =      9.52
                                      Prob > F          =      0.0000
```

q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa	1.969568	.4872015	4.04	0.000	1.011636	2.9275
lev	.6074713	.2279266	2.67	0.008	.1593235	1.055619
age	.0971485	.024753	3.92	0.000	.0484793	.1458177
size	-.521143	.1245245	-4.19	0.000	-.7659823	-.2763038
bd	-.0298911	.0342581	-0.87	0.383	-.0972491	.0374669
busyout	-.1370978	.0460892	-2.97	0.003	-.2277181	-.0464774
busyout2	.0180178	.0044883	4.01	0.000	.009193	.0268426
_cons	7.790216	1.786654	4.36	0.000	4.277309	11.30312
sigma_u	3.6734987					
sigma_e	.63639159					
rho	.97086286	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(115, 382) = 3.91 Prob > F = 0.0000

Приложение 18. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина
(показатель занятости – максимальное число позиций, занимаемых членом совета директоров)

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      505
Group variable: comp                  Number of groups =      116

R-sq:  within = 0.1652                  Obs per group:  min =      1
      between = 0.0122                      avg =      4.4
      overall  = 0.0009                      max =      9

corr(u_i, Xb) = -0.9754                  F(7,382)        =     10.80
                                      Prob > F          =     0.0000
```

q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa	1.956151	.4819944	4.06	0.000	1.008456	2.903845
lev	.5938828	.2256976	2.63	0.009	.1501177	1.037648
age	.0854682	.0244953	3.49	0.001	.0373057	.1336306
size	-.4545854	.1245889	-3.65	0.000	-.6995514	-.2096194
bd	-.0263589	.0339564	-0.78	0.438	-.0931237	.0404059
maxd	-.0263344	.0131935	-2.00	0.047	-.0522754	-.0003935
maxd2	.001257	.0003314	3.79	0.000	.0006054	.0019085
_cons	6.837865	1.793139	3.81	0.000	3.312207	10.36352
sigma_u	3.2291253					
sigma_e	.63016997					
rho	.96331293	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:      F(115, 382) =      3.97      Prob > F = 0.0000
```

Приложение 19. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина
(показатель занятости – максимальное число позиций, занимаемых исполнительным членом совета директоров)

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      505
Group variable: comp                  Number of groups =      116

R-sq:  within = 0.1084                  Obs per group:  min =      1
      between = 0.0122                      avg =      4.4
      overall  = 0.0004                      max =      9

corr(u_i, Xb) = -0.9829                  F(7,382)        =      6.63
                                      Prob > F          =     0.0000
```

q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa	1.865868	.4981059	3.75	0.000	.8864958	2.845241
lev	.6243751	.2332756	2.68	0.008	.1657102	1.08304
age	.0995315	.0244543	4.07	0.000	.0514496	.1476134
size	-.6156689	.1249151	-4.93	0.000	-.8612761	-.3700616
bd	-.0291042	.0351314	-0.83	0.408	-.0981793	.039971
maxex	-.0076735	.0228903	-0.34	0.738	-.0526802	.0373332
maxex2	.0000718	.001201	0.06	0.952	-.0022896	.0024332
_cons	9.310505	1.79764	5.18	0.000	5.775997	12.84501
sigma_u	3.782176					
sigma_e	.65124818					
rho	.97120478	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0:      F(115, 382) =      3.74      Prob > F = 0.0000
```

Приложение 20. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина и лаговой переменной Q Тобина (показатель занятости – среднее число позиций, занимаемых членом совета директоров)

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation		Number of obs	=	280	
Group variable: comp		Number of groups	=	81	
Time variable: t					
		Obs per group:	min =	1	
			avg =	3.45679	
			max =	7	
Number of instruments = 36		Wald chi2(8)	=	34.95	
		Prob > chi2	=	0.0000	
One-step results					
(Std. Err. adjusted for clustering on comp)					
q	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
q					
L1.	.1689395	.0725753	2.33	0.020	.0266946 .3111844
busyd	-.1345732	.0500619	-2.69	0.007	-.2326927 -.0364537
busyd2	.0102322	.0051399	1.99	0.047	.0001582 .0203062
bd	-.0116414	.0261	-0.45	0.656	-.0627964 .0395135
age	.0881411	.0277366	3.18	0.001	.0337784 .1425038
size	-.5142532	.1908919	-2.69	0.007	-.8883944 -.1401121
roa	1.695134	.5754445	2.95	0.003	.5672833 2.822984
lev	.538907	.2933555	1.84	0.066	-.0360592 1.113873
_cons	7.654423	2.707746	2.83	0.005	2.347338 12.96151

Приложение 21. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина и лаговой переменной Q Тобина (показатель занятости – среднее число позиций, занимаемых внешним членом совета директоров)

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation		Number of obs	=	280		
Group variable: comp		Number of groups	=	81		
Time variable: t						
		Obs per group:	min =	1		
			avg =	3.45679		
			max =	7		
Number of instruments = 36		Wald chi2(8)	=	32.28		
		Prob > chi2	=	0.0001		
One-step results						
		(Std. Err. adjusted for clustering on comp)				
q	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
q						
L1.	.1699959	.0723487	2.35	0.019	.0281952	.3117967
busyout	-.1388463	.0526292	-2.64	0.008	-.2419976	-.035695
busyout2	.0106875	.0057293	1.87	0.062	-.0005417	.0219167
bd	-.0154805	.0262006	-0.59	0.555	-.0668328	.0358718
age	.0864192	.0279984	3.09	0.002	.0315432	.1412951
size	-.5012819	.1905638	-2.63	0.009	-.8747801	-.1277838
roa	1.690093	.5776015	2.93	0.003	.5580145	2.822171
lev	.5470762	.2916073	1.88	0.061	-.0244635	1.118616
_cons	7.491752	2.695612	2.78	0.005	2.20845	12.77505

Приложение 22. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина и лаговой переменной Q Тобина (показатель занятости – максимальное число позиций, занимаемых членом совета директоров)

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation		Number of obs	=	280		
Group variable: comp		Number of groups	=	81		
Time variable: t						
		Obs per group:	min =	1		
			avg =	3.45679		
			max =	7		
Number of instruments =		36	Wald chi2(8)	=	29.58	
			Prob > chi2	=	0.0003	
One-step results						
		(Std. Err. adjusted for clustering on comp)				
q	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
q						
L1.	.1642371	.0722274	2.27	0.023	.0225826	.3058916
maxd	-.0269055	.0133454	-2.02	0.044	-.053062	-.0007491
maxd2	.0005382	.0004214	1.28	0.202	-.0002877	.0013642
bd	-.0104399	.0271869	-0.38	0.701	-.0637253	.0428455
age	.087415	.027364	3.19	0.001	.0337824	.1410475
size	-.5283729	.1932361	-2.73	0.006	-.9071087	-.1496372
roa	1.72063	.5752259	2.99	0.003	.5932077	2.848052
lev	.5493086	.2986179	1.84	0.066	-.0359718	1.134589
_cons	7.849857	2.769453	2.83	0.005	2.421829	13.27788

Приложение 23. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина и лаговой переменной Q Тобина (показатель занятости – максимальное число позиций, занимаемых исполнительным членом совета директоров)

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation		Number of obs	=	280		
Group variable: comp		Number of groups	=	81		
Time variable: t						
		Obs per group:	min =	1		
			avg =	3.45679		
			max =	7		
Number of instruments = 36		Wald chi2(8)	=	23.31		
		Prob > chi2	=	0.0030		
One-step results						
		(Std. Err. adjusted for clustering on comp)				
q	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
q						
L1.	.1534523	.0717752	2.14	0.033	.0127754	.2941292
maxex	-.0399412	.0249177	-1.60	0.109	-.088779	.0088966
maxex2	.0020598	.0015525	1.33	0.185	-.0009831	.0051027
bd	-.0146295	.0267813	-0.55	0.585	-.0671198	.0378608
age	.0797842	.0266971	2.99	0.003	.0274589	.1321096
size	-.5539735	.1894039	-2.92	0.003	-.9251984	-.1827486
roa	1.716576	.5860895	2.93	0.003	.5678618	2.86529
lev	.5380303	.2953922	1.82	0.069	-.0409279	1.116988
_cons	8.510335	2.681939	3.17	0.002	3.253831	13.76684

Приложение 24. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина, измеренным на момент времени t+1 (базовая модель)

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      485
Group variable: comp                  Number of groups =      113

R-sq:  within = 0.0623                Obs per group:  min =      1
      between = 0.0206                      avg =      4.3
      overall  = 0.0041                      max =      9

corr(u_i, Xb) = -0.9709                F(4,368)        =      6.11
                                      Prob > F          =      0.0001
```

q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa	.6715808	.3833316	1.75	0.081	-.0822145	1.425376
age	.0542925	.0205789	2.64	0.009	.0138254	.0947596
size	-.3974839	.1014296	-3.92	0.000	-.5969382	-.1980295
lev	.5219731	.201017	2.60	0.010	.126687	.9172592
_cons	6.499107	1.417574	4.58	0.000	3.711545	9.286668
sigma_u	2.091284					
sigma_e	.50953236					
rho	.94396329	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(112, 368) = 3.55 Prob > F = 0.0000

Приложение 25. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина, измеренным на момент времени t+1 (показатель занятости – среднее число позиций, занимаемых членом совета директоров)

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      485
Group variable: comp                  Number of groups =      113

R-sq:  within = 0.1053                Obs per group:  min =      1
      between = 0.0221                      avg =      4.3
      overall  = 0.0053                      max =      9

corr(u_i, Xb) = -0.9675                F(7,365)        =      6.14
                                      Prob > F          =      0.0000
```

q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa	.7758756	.378407	2.05	0.041	.0317441	1.520007
age	.0528856	.0207136	2.55	0.011	.0121525	.0936186
size	-.3235779	.1017746	-3.18	0.002	-.5237161	-.1234397
lev	.5183335	.1971805	2.63	0.009	.130581	.906086
bd	-.0176472	.0273919	-0.64	0.520	-.071513	.0362185
busyd	-.106903	.0360981	-2.96	0.003	-.1778894	-.0359166
busyd2	.013637	.0034794	3.92	0.000	.0067947	.0204792
_cons	5.487879	1.45216	3.78	0.000	2.632228	8.34353
sigma_u	2.0162546					
sigma_e	.49973591					
rho	.94212401	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(112, 365) = 3.06 Prob > F = 0.0000

Приложение 26. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина, измеренным на момент времени t+1 (показатель занятости – среднее число позиций, занимаемых внешним членом совета директоров)

Fixed-effects (within) regression		Number of obs	=	485
Group variable: comp		Number of groups	=	113
R-sq: within = 0.1072		Obs per group: min	=	1
between = 0.0226		avg	=	4.3
overall = 0.0055		max	=	9
corr(u_i, Xb) = -0.9674		F(7,365)	=	6.26
		Prob > F	=	0.0000

q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa	.7691068	.3780653	2.03	0.043	.0256472	1.512567
age	.052779	.0208549	2.53	0.012	.0117682	.0937897
size	-.3286691	.1015598	-3.24	0.001	-.5283848	-.1289534
lev	.5213372	.1970481	2.65	0.009	.1338452	.9088292
bd	-.0197832	.0273459	-0.72	0.470	-.0735586	.0339921
busyout	-.103035	.0366996	-2.81	0.005	-.1752042	-.0308657
busyout2	.0138894	.0035353	3.93	0.000	.0069373	.0208414
_cons	5.587812	1.444545	3.87	0.000	2.747135	8.428488
sigma_u	2.015607					
sigma_e	.49922131					
rho	.94220128	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0:	F(112, 365) =	3.07	Prob > F = 0.0000
------------------------	---------------	------	-------------------

Приложение 27. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина, измеренным на момент времени t+1 (показатель занятости – максимальное число позиций, занимаемых членом совета директоров)

Fixed-effects (within) regression		Number of obs	=	485
Group variable: comp		Number of groups	=	113
R-sq: within = 0.1165		Obs per group: min	=	1
between = 0.0231		avg	=	4.3
overall = 0.0064		max	=	9
corr(u_i, Xb) = -0.9574		F(7,365)	=	6.87
		Prob > F	=	0.0000

q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa	.75363	.3755313	2.01	0.046	.0151535	1.492107
age	.0465134	.0208319	2.23	0.026	.0055478	.087479
size	-.2792949	.1026411	-2.72	0.007	-.4811371	-.0774528
lev	.4896766	.1960528	2.50	0.013	.1041418	.8752114
bd	-.0169004	.0272434	-0.62	0.535	-.070474	.0366733
maxd	-.0251395	.0105346	-2.39	0.018	-.0458555	-.0044234
maxd2	.0010366	.0002639	3.93	0.000	.0005177	.0015555
_cons	4.851235	1.463154	3.32	0.001	1.973965	7.728505
sigma_u	1.7725143					
sigma_e	.49661368					
rho	.92721555	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0:	F(112, 365) =	3.05	Prob > F = 0.0000
------------------------	---------------	------	-------------------

Приложение 28. Результаты регрессионного анализа для нелинейной модели с Q Тобина, измеренным на момент времени t+1 (показатель занятости – максимальное число позиций, занимаемых исполнительным членом совета директоров)

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      485
Group variable: comp                  Number of groups =      113

R-sq:  within = 0.0681                Obs per group:  min =      1
      between = 0.0234                  avg   =      4.3
      overall  = 0.0053                  max   =      9

corr(u_i, Xb) = -0.9698                F(7,365)        =      3.81
                                          Prob > F         =      0.0005
```

q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
roa	.6876853	.3853522	1.78	0.075	-.0701039	1.445475
age	.05348	.0206118	2.59	0.010	.0129471	.0940128
size	-.38993	.1017119	-3.83	0.000	-.5899448	-.1899151
lev	.4975959	.2022982	2.46	0.014	.0997796	.8954121
bd	-.0210858	.0280004	-0.75	0.452	-.0761481	.0339765
maxex	.0242019	.0184667	1.31	0.191	-.0121125	.0605163
maxex2	-.0012386	.0009552	-1.30	0.196	-.003117	.0006397
_cons	6.579662	1.450273	4.54	0.000	3.727723	9.431601
sigma_u	2.0599999					
sigma_e	.51002058					
rho	.94224309	(fraction of variance due to u_i)				
F test that all u_i=0: F(112, 365) = 2.93 Prob > F = 0.0000						